

НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ИНСТИТУТ
МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ И МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ
ИМЕНИ Е. М. ПРИМАКОВА РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ НАУК

Я.М. Миркин

ГЛОБАЛЬНЫЕ ФИНАНСЫ: БУДУЩЕЕ, ВЫЗОВЫ РОСТА

Москва

Лингва-Ф
2019

УДК 336+339.7
ББК 65.26
М63

Миркин, Яков Моисеевич.

М63 Глобальные финансы: будущее, вызовы роста / Я.М. Миркин, при участии Т.В. Жуковой, А.В. Комовой, М.М. Кудиновой; ИМЭМО РАН. – Москва : Лингва-Ф, 2019. – 192 с.

ISBN 978-5-91477-053-9.

Раскрыты структура и ключевые многолетние тренды глобальных финансов. Дан сравнительный анализ финансовых систем крупнейших стран мира. Рассмотрены качественные изменения в основах глобальных финансов (мировая резервная система, финансовая архитектура, финансиализация мира, регулирование и др.). Дан объёмный прогноз финансового будущего на основе длинных трендов в мировой экономике.

Для сотрудников экономического блока федеральных органов власти, научных работников, специалистов.

УДК 336+339.7
ББК 65.26

ISBN 978-5-91477-053-9 © Миркин Я.М., 2019
© ИМЭМО РАН, 2019
© Изображение на обложке.
Яков Чернихов, 1933
© Оформление. Издательство «Лингва-Ф», 2019

СОДЕРЖАНИЕ

Введение

11

Как делаются

прогнозы

13

1. Будущая картина мира.

Как отзовется

в глобальных

финансах

15

2. Цикличность глобальных

финансов

31

2.1. Цикличность.
Связь
с финансовым
развитием

31

2.2. Циклы
финансового
регулирования

35

2.3. Формула
финансового
будущего.

Будущие
финансовые
циклы

38

3. Встроенная волатильность
и риски: что завтра?

43

4. Инфляция:
была, есть и будет

49

5. Ссудный процент.
Процентный спред

51

6. Финансовое развитие.
Будущее

55

6.1 Динамика
55

6.3 Финансовый
форсаж
61

6.2 Структурный
анализ
59

7. Деньги. Мировая резервная система: суть изменений

65

- | | |
|---|---|
| 7.1 Деньги. Структурные изменения
65 | 7.5. Цикличность ключевых резервных валют
77 |
| 7.2. Золото
69 | 7.6. «Коллективизация» валют
79 |
| 7.3 Мультиполярность мировой резервной системы
72 | 7.7. Динамика валютных режимов
83 |
| 7.4. Доллар США и евро как ключевые резервные валюты
74 | 7.8 Мировая резервная система – прогноз на 2030–2035 гг.
84 |

8. Финансовое будущее: структурные изменения

89

- | | |
|---|---|
| 8.1. Институционализация финансовых рынков отдельных стран
89 | 8.2 Мировая финансовая архитектура: мультиполярность
90 |
|---|---|

- | | |
|---|--|
| 8.3 Изменение
финансовой
идеологии
97 | 8.6 Секьюритизация
(финансиализация)
активов
105 |
| 8.4 Многостороннее
регулирование
глобальных
финансов
100 | 8.7 Финансовая
глобализация.
Трансграничные
инвестиции:
мировые тренды,
прогноз
111 |
| 8.5 Секьюритизация,
деривативы
101 | |

9. Секторная динамика глобальных финансов **125**

- | | |
|--|---|
| 9.1 Крупные
структурные
изменения.
Финансовые
институты
и инструменты
125 | 9.3 Пенсионные
системы:
глобальные
тренды
136 |
| 9.2 Государственные
финансы.
Суверенные долги
133 | 9.4 Суверенные
фонды
как глобальные
инвесторы:
прошлое, будущее
148 |

10. Развитие мирового финансового регулирования **157**

- | | |
|--|---|
| 10.1 «Вековая»
динамика
финансового
регулирования
157 | 10.4 Переход
к многополярной
системе
регулирования
165 |
| 10.2 Дисбалансы
регулирования:
2000-е годы
160 | 10.5 Тренд
«гармонизация,
расширение
периметра
регулирования»
169 |
| 10.3 Многолетние
тренды
в мировом
финансовом
регулировании:
от прошлого
к 2030–2035
годам
162 | 10.6. Глобальное
финансовое
регулирование
– тренды
2030–2035
184 |

ЛИТЕРАТУРА **187**

Введение

Предмет этой книги – будущее глобальных финансов.

Мы уже «внутри него», живём в многолетних трендах. Тренды, формирующие будущее, воздействуют на состояние любой страны, её хозяйства, корпоративного и семейного имущества. Уровень влияния очень высок.

Только тот, кто пытается предвидеть будущее, может играть на опережение, снижать риски, выращивать выгоды. Быть действительно рациональным. Это относится и к властям, и к бизнесу, и к семьям, пытающимся сохранить и выращивать своё имущество хотя бы в нескольких поколениях.

Значит, мы обязаны попытаться понять, что происходит – медленно, но неизбежно, с высокими вероятностями – на финансовой карте мира.

Книга выполнена в Институте мировой экономики и международных отношений РАН. ИМЭМО – особенный исследовательский центр, входящий, по общепринятым международным рейтингам, в число 50 «think tanks» – наиболее известных «думающих машин» мира. Благодарен возможности быть в этом научном сообществе. Это лучший дар, который может получить учёный.

Как делаются прогнозы

Основания долгосрочных прогнозов (от 10–15 лет):

- базовые предположения, относящиеся к будущей политической, экономической и социокультурной динамике мира;
- долгосрочные тренды в глобальных финансах, способные отчётливо проявляться даже на протяжении 150–200 лет и, как следствие, неизбежно должны продолжаться в будущем, имея яркую инерционность;
- системный анализ, дающий возможность выявлять причинно-следственные механизмы и прогнозировать изменения в глобальных финансах как ответы на изменения динамики, масштабов и структуры мировой экономики как всё более сложной системы.

1. Будущая картина мира. Как отзовется в глобальных финансах

Будущее глобальных финансов, их динамика и структура, тренды развивающихся рынков, действующих внутри них, производны от политической, социальной, технологической, экономической картины мира, какой она будет складываться в ближайшие десятилетия. Горизонт прогнозирования – до 2030–2035 гг.

За пределами этих сроков, по оценке, слишком нарастает неопределённость, делая прогнозы незначачими.

Экономическая модель мира 2030–2035 гг. определяется, прежде всего, судьбой США как страны – лидера мировой экономики.

Первый сценарий – удержание США мирового лидерства при сокращении доли США в мировом ВВП¹. «Ребалансирование» (rebalancing) мировой экономики. США в международном разделении труда остаётся центром инноваций, идеологии, интеллектуальной собственности, финансовых услуг, управления активами, крупнейшим собственником активов. Будет происходить частичная «реиндустриализация» США. «Мастерские мира» – в «новых индустриальных» и развивающихся странах, Европа – диверсифицированная экономика.

Следствие: сохранение (пусть и при постепенном сжатии) англо-саксонского ядра глобальных финансов (США + Великобритания + британские офшоры + Ирландия).

Развивающиеся рынки². Численно расширится группа стран, входящих в группу развитых. Увеличится число стран, приближающихся к группе «новых индустриальных».

Формирование третьего (помимо США и ЕС) экономического центра мира в Азии. Рост его доли в мировой экономике (прежде всего, за счёт Китая и Индии).

Следствие: переход на позицию № 2 азиатского ядра глобальных финансов, европейского ядра («континентального», ЕС) – на позицию № 3.

Рынки «на фронтире». Снизится число и доля стран, являющихся беднейшими среди развивающихся, рынками «на фронтире»³.

Следствие: а) меньше дифференциация стран по уровню финансового развития, чем в 1990-х – 2000-х годах; б) меньше разрывы между полюсами в насыщенности деньгами, доступности кредита, уровне процента, величине инфляции и т. п. (беднейшие и развитые страны).

Мультиполярность. Усилится характер глобальной экономики как мультиполярной. Формирование новых зон сверхбыстрого роста

2 *Развивающиеся рынки (emerging markets)* – в составе стран, относящихся к развивающимся (*developing economies*) и переходным экономикам (*economies in transition*) по классификации МВФ (*IMF World Economic Outlook Database*). Может называться также формирующимся / возникающим финансовым рынком. Отличается меньшей степенью зрелости (по объёмам, рискам, насыщенности финансовыми инструментами и финансовыми посредниками, операционной способности эмитентов и инвесторов, по степени регулируемости) в сравнении с развитыми рынками. К этому классу относятся не менее 50–60 рынков развивающихся стран и переходных экономик (Аргентина, Бразилия, Китай, Россия, Малайзия, Венгрия, Болгария и т. п.). Критерии отнесения рынка к группе формирующихся: а) экономика должна входить в разряд стран с низким и средним доходом на душу населения (например, по классификации Всемирного банка); б) относительно невысокий размер отношения капитализации к валовому внутреннему продукту; в) заниженная в сопоставлении с развитыми рынками доля акционерных капиталов, находящихся в свободном обращении; г) наличие ограничений на вложения иностранных инвесторов; д) другие критерии (информационная прозрачность, операционная способность рынка, эффективность регулирования и т. п.).

3 *Рынок «на фронтире», пограничный рынок (frontier market)* – финансовый рынок, находящийся в начале своего развития (по аналогии с «фронтиром» времён освоения западных территорий США). Характеризуется очень низкой степенью развития в сравнении с развитыми рынками и даже развивающимися рынками. Это рынки с низкой ликвидностью, крайне ограниченным выбором финансовых инструментов, широко распространёнными контрольными частями, множественными ограничениями на счёт капитала. В конце XX – начале XXI вв. к «фронтиру» относились все (кроме России) постсоветские рынки, в том числе, страны Балтии, ряд рынков Азии и Африки (всего 15–20 стран).

(например, в Африке). Сглаживание неравенства в потреблении населения США (или более широко – «золотого миллиарда») и остального мира. Дальнейший рост глобализации экономики, повышение роли международных торговых обменов и трансграничных потоков капитала в сравнении с внутренней экономикой. Относительное выравнивание торговых балансов. Большее число стран будет придерживаться согласованных принципов «финансового здоровья». Более сглаженным, чем в первой декаде XXI в., станет деление мира на страны – доноры капитала (кредиторы, экспортеры финансовых ресурсов) и страны – чистые импортёры капитала (заёмщики, дебиторы).

Следствие: мультиполярная финансовая архитектура, основанная на более сложных, чем в 2000-х гг., 3–4-х уровневых иерархиях, находящаяся в состоянии быстрых изменений.

Второй и третий (альтернативные) сценарии. Упрочение / утрата (в существенной мере) доминирующей позиции США, сложившейся в XX веке (экономика, инновации, финансы, розничное потребление). Дальнейшая концентрация / деконцентрация экономической и финансовой власти, связанной с этой страной в мире. Реализация этого сценария полностью сохранит / разрушит – в базовых чертах – однополярную финансовую архитектуру, сложившуюся после Второй мировой войны.

Прогноз основан на первом сценарии.

Глобальные военные конфликты. Будущее глобальных финансов определено двумя сценариями.

Первый – отсутствие глобальных военных конфликтов, по масштабу сопоставимых с 1914–1918, 1939–1945 гг. (пусть даже при усилении гонки вооружений). Ещё одно «отсутствие» – террористических действий, основанных на доступе к высоким технологиям, которые бы имели общемировые последствия. При сохранении тренда массовых, раздробленных, региональных конфликтов и локальных войн (ежегодно – несколько десятков), не затрагивающих ядра мировой экономики и глобальных финансов⁴.

Следствие: в этом сценарии будет продолжена глобализация финансов, сформируется мультиполярная финансовая архитектура при сохранении доминирующей роли англо-саксонского ядра, увеличатся финансовая глубина и секьюритизация мировой экономики, найдёт дальнейшее развитие международная система финансового регулирования.

Наряду с глобализацией будет ярко выражен тренд фрагментации части мировых финансов (с учётом того, что в мире будут более ярко выражены фрагментация, протекционизм, авторитаризм, чем в 2000-х годах, см. ниже).

Второй – альтернативный сценарий.

Следствие: сценарий приведёт глобальные финансы: а) к глубокой фрагментации, к «закрытию» стран (как это было в первой половине XX века); б) к резкому падению финансовой глубины и уровня зрелости финансовых систем («остатки» глобальных финансов); в) к вспышке инфляции; г) к хроническим кризисам, полной дестабилизации валют; а затем – д) к длительному периоду выхода из «военных финансов»; е) к глубокому изменению финансовой архитектуры мира, отражающему новую расстановку сил мировых игроков.

На этой основе – к медленному возобновлению финансовой либерализации и глобализации (конвертируемость валют, открытые счета капиталов, интеграция финансовых рынков).

Базовым является **первый сценарий**.

Гонка вооружений. Мультиполярность, становление новых глобальных игроков, перераспределение сил в мире, желание старых игроков подтвердить свою роль в мире, фрагментация военных конфликтов, конкуренция за природные ресурсы (земля, вода, полезные ископаемые)⁵, перерастающая в столкновения между странами, неизбежно порождают гонку вооружений, прежде всего, в области космоса, кибервойн, оружия массового поражения и систем защиты от него.

В базовом сценарии – не ослабевающую гонку.

Следствие: устойчивое, «успешное» существование в структуре глобальных финансов сегмента, связанного с финансированием крупнейших компаний, производящих вооружение и продукцию двойного назначения, связанных с ними отраслей, экспорта вооружений.

Природные катастрофы, окружающая среда. Ещё один перекрёсток для глобальных финансов – насколько критические изменения будут происходить в окружающей среде.

Первый сценарий – рост климатических изменений и природных катастроф в коридоре, позволяющем удерживать относительно обычные условия хозяйственной деятельности⁶.

5 Global Trends to 2035 Geo-Politics and International Power. Brussels: European Union, European Parliament Research Service, 2017. P. 35–39.

6 Global Trends to 2030. Challenges and Choices for Europe. An Inter-Institutional EU Project. ESPAS (European Strategy and Policy Analysis System). April 2019. P. 8–9.

Второй сценарий – катастрофический для мировой экономики, в котором произойдёт внезапный «качественный скачок» и изменения окружающей среды перейдут те пороговые значения, за пределами которых резко ухудшаются условия жизнедеятельности в глобальных масштабах, начинается деградация воспроизводства.

За **базовый** принимается **первый сценарий**.

Следствия в финансах: а) опережающий рост климатических финансов (*climate finance*) (зелёные финансы (*green finance*), рынки, опосредующие торговлю эмиссиями парниковых газов, квотами на использование природных ресурсов, страхование рисков природных катастроф, институты для финансирования инвестиций в сдерживание природных изменений, финансовые рынки, опосредующие рост доли возобновляемых источников энергии и т. п.); б) рост температур, климатические изменения создают инвестиции и, соответственно, сегменты финансового сектора, вызванные адаптацией сообществ людей, стран, их экономики к изменениям условий существования (аграрный сектор, вода, социальная инфраструктура, адаптация «жарких» городов, защита от природных катаклизмов, новые транспортные пути и т. п.).

Технологические инновации. Два следующих сценария:

Первый сценарий – сохранение темпов инноваций 1970–2000-х гг.

В этом случае прогнозируется стабилизация глобальных финансов (после большого «финансового взрыва» 1970-х – начала 2000-х гг.).

Второй сценарий – ускорение инноваций в сравнении с 1970–2000-ми гг. В этом случае резко нарастает нестабильность глобальных финансов: а) стремительный рост финансовых инноваций, «мыльных пузырей», новых финансовых продуктов; б) особо быстрые темпы нарастания финансовой глубины, монетизации; в) ускорение инфляции.

Прогноз основан на **первом сценарии**.

Демография, распределение доходов. **Сценарий будущего**, с которым «все согласны»: а) замедление темпов роста населения (по последним прогнозам в 2030–2035 гг. пик в численности мирового населения не наступит, стабилизация с медленным падением – Европа и США, пик – Восточная и Юго-Восточная Азия, резкий рост в беднейшей Африке к югу от Сахары)⁷; б) быстрый рост доли старших возрастов «за 65 лет» (особенно в развитых

7

World Population Prospects 2019: Data Booklet. United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division, 2019. P. 1; Gros D., Alcidi C. The Global Economy in 2030. Trends and Strategies for Europe. Brussels: Centre for European Policy Studies, European Union, 2013. P. 9.

странах, Европа и США – наиболее «старые» регионы); в) повсеместное сокращение рождаемости (Европа и США – стабилизация, еле заметный рост)⁸; г) непрерывное увеличение ожидаемой продолжительности жизни, в т. ч. на развивающихся рынках, при сохранении значительных разрывов в ней; д) крупнейшие потоки мигрантов из регионов с высокой рождаемостью – в регионы с низкой, начало «великого переселения народов» (с высокой вероятностью); е) снижение доли населения, живущего в странах с более высоким доходом на душу населения (табл. 1); ж) повсеместный рост среднего класса («мирового» среднего класса).

Таблица 1.

Распределение мирового населения среди стран с различным уровнем благосостояния⁹

ГРУППЫ СТРАН ПО КЛАССИФИКАЦИИ ВСЕМИРНОГО БАНКА (ПО ВАЛОВОМУ НАЦИОНАЛЬНОМУ ДОХОДУ НА ДУШУ НАСЕЛЕНИЯ)	ЧИСЛЕННОСТЬ НАСЕЛЕНИЯ, %	
	2019	2030
Страны с высоким уровнем доходов	16,3	15,2
Страны со средним уровнем доходов, в т. ч.	73,9	73,2
- с доходами выше среднего уровня	34,2	32,3
- с доходами ниже среднего уровня	39,7	40,9
Страны с низким уровнем доходов	9,8	11,6
Всего	100	100

Нарастающее с конца 1960-х гг. имущественное неравенство в развитых странах (рост доли активов 10% самых состоятельных) циклически сменится обратной тенденцией.

Следствия в финансах: а) быстрый / взрывной рост новых финансовых рынков в регионах с высокой рождаемостью (если в них начнут перемещаться инвестиции); б) рост разрывов между полюсами («беднейшее население» и «состоятельное население»), «мальгузианский мир» в глобальных финансах, «миграционные» финансы¹⁰; в) усиление нагрузки на пенсионные системы или даже их кризисы (прежде всего, в Европе, США, Японии, в целом,

8 World Population Prospects 2019: Data Booklet. United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division, 2019. P. 6.

9 Ibid, P. 14.

10 *Mathew J. Burrows. Global Risks for 2035: The Search for Normal. Wash.: Atlantic Council, September 2016. P. VI.*

в странах с высоким и выше среднего уровнем доходов на душу населения), рост пенсионного возраста; г) рост доли финансов, связанных с инвесторами старших возрастов (их особенностями, интересами именно в этой стадии жизненного цикла); д) растущий спрос на финансы «рантье» («гарантированная» доходность активов с низкими рисками).

Качество человеческого капитала. Рост доли населения, имеющего три уровня образования и, соответственно, обладающего более высокой финансовой и имущественной культурой, в большей мере способного генерировать инновации, в том числе финансовые, создающего более сложные финансовые конструкции в управлении доходами, рисками и ликвидностью в личных / семейных финансах.

Ориентиры: доля населения, имеющего три уровня образования, США: 2019 г. – 55–56%, 2030 г. – 61–62%; Япония – 2019 г. – 51–52%, 2030 г. – 60–61%; Европейский Союз: 2019 г. – 25–26%, 2030 г. – 32–33%; Китай: 2019 г. – 6–7%, 2030 г. – 10–11%; Индия: 2019 г. – 4–5%, 2030 г. – 8–9%¹¹.

Следствия в финансах: продолжение тренда в глобальных финансах по созданию всё более сложных и искусных финансовых инноваций, дисинтермедиации, личных инвестиций во всё более изощренные финансовые конструкции, сочетающие необходимые свойства доходности, рисков и ликвидности для «продвинутых» инвесторов.

Рост уровня урбанизации¹². Города объективно являются более насыщенными деньгами, финансовыми продуктами и посредниками средой, чем аграрные регионы. Прогнозируется рост уровня урбанизации: Северная Америка: 2011 г. – 82%, 2030 г. – 86%; Азия – 2011 г. – 45%, 2030 г. – 56%; Европа: 2011 г. – 73%, 2030 г. – 77%; Африка: 2011 г. – 46%, 2030 г. – 48%¹³.

Опережающими темпами – в сравнении с крупнейшими городскими агломерациями (больше 10 млн человек) – будут расти малые и средние города, численностью менее 1 млн человек¹⁴.

11 Gros D., Alcidi C. The Global Economy in 2030. Trends and Strategies for Europe. Brussels: Centre for European Policy Studies, European Union, 2013. P. 14.

12 Future State 2030. The Global Megatrends Shaping Governments. KPMG International, MOWAT Centre (University of Toronto). 2014. P. 46.

13 Gros D., Alcidi C. The Global Economy in 2030. Trends and Strategies for Europe. Brussels: Centre for European Policy Studies, European Union, 2013. P. 17.

14 Global Trends to 2030. Challenges and Choices for Europe. An Inter-Institutional EU Project. ESPAS (European Strategy and Policy Analysis System). April 2019. P. 13.

Следствия в финансах: продолжение глобального тренда к более высокому уровню финансового развития, насыщенности экономик деньгами, финансовыми продуктами, услугами, институтами. Всё это – признаки городов, центров производства, обмена, инноваций и, как следствие, мест концентрации денежных ресурсов и финансовых рынков.

«Цифровое человечество». Продолжение экспоненциального роста в информатике и базах знаний. Кратное расширение доступа к широкополосному Интернету, количества устройств мобильной связи, действующих сенсоров. Расширение использования автоматических систем принятия решений, элементов искусственного интеллекта, обработки больших данных (*big data*).

Всё более глубокая роботизация (с вытеснением до нескольких десятков процентов рабочих мест), распространение «автоматических» домов (с искусственно поддерживаемыми уровнями потребления энергии, условиями климата, домашними сервисами).

Всё в большей мере «играющее человечество» вместо «работающего». Сжатие рабочих мест, стареющее человечество – другая финансовая реальность. «Человека проще накормить, чем найти ему рабочее место». Иные системы социального обеспечения как часть финансов.

«Дробное человечество», рассыпавшееся на микро-группы, соединённые коммуникационными сетями – другая продуктовая структура финансов. Снижение значимости гражданства в сравнении с общностями и микрогруппами в виртуальном пространстве¹⁵. «Инфантильное человечество», «учащееся» вместо «живущего» – иное финансовое поведение. Тотальный надзор, глобальные сети, контроль за поведением.

Следствия в финансах: а) деперсонализация финансов (сокращение рабочих мест в финансовом секторе, представление всё большей части финансовых услуг в рамках исключительно «цифровой экономики», в виртуальной форме; б) быстрое сжатие сетей физически существующих филиалов и отделений финансовых институтов, в) «убийство банковской тайны»; г) резкое расширение цифровых денег и систем электронных платежей; д) дальнейший рост систем автоматического трейдинга на финансовых рынках, электронного надзора за финансовыми сервисами, замещения услуг, оказываемых людьми, робо-сервисами. Диверсификация финансовых продуктов для микрогрупп. Рост операционного риска (в части компьютерных преступлений, технологических рисков).

В части «играющего / неработающего человечества», «проще накормить, чем найти работу» – продолжение опережающего роста

публичных финансов (бюджет, социальное обеспечение, госдолг) в части финансирования социальных расходов.

Изменение моделей коллективного поведения. Более двух веков в политике, организации социальной жизни, в экономике доминировала «западная модель» коллективного поведения («англо-саксонская», «континентальная», «скандинавская»). «Вестернизировались» в XIX–XX веках «японская модель», «латиноамериканская модель» и – со всеми особенностями и крайностями – российская / восточноевропейская модель коллективного поведения (XVIII–XX века). Хорошо видны вспышки вестернизации, пусть и в своеобразном виде, в китайском мире (Сингапур, Гонконг) и в исламском пространстве (Турция, Дубай, Малайзия и др.).

С возникновением мультиполярной архитектуры в мировой экономике всё большее влияние будут оказывать «азиатские модели» коллективного поведения.

Ещё один тренд – попытки усиления государств (резкий рост объёмов регулирования, контроля за массовым поведением, основанного на обработке больших данных), авторитаризма, локализации государств (как альтернативы глобализации).

Упрощённо говоря, в мире будет «меньше свободы» и больше государств с ярко выраженным централизмом, с более широким распространением прямого административного управления, чем это было в начале 2000-х гг.¹⁶.

Следствия в финансах: как длинный тренд, рост влияния в финансовых системах полурыночных (или «псевдорыночных»), полуадминистративных, с высокими информационными асимметриями, огосударствленных (с огромным прямым участием государства), по смыслу протекционистских, с жёстко регулируемыми входами в глобальные финансы, преимущественно в целях защиты внутреннего рынка и получения максимума стимулов и преимуществ в конкуренции на мировых рынках.

В известной мере, «азиатизация» глобальных финансов, заметное присутствие в них финансовых систем, связанных с авторитарными государствами. Часть глобальных финансов будет фрагментирована.

Выпуклым, более крупным и зрелым, чем в 1990-е – 2000-е годы, сегментом будут конфессиональные финансы (исламские и, может быть, католические, православные), отражающие соответствующие модели коллективного поведения.

16

Global Trends to 2030. Challenges and Choices for Europe. An Inter-Institutional EU Project. ESPAS (European Strategy and Policy Analysis System). April 2019. P. 3.

Одновременно тренд, возникший как альтернатива, как реакция на эти явления – вытеснение части финансов в цифровой трансграничный оборот, в зону высоких рисков (как пример, частные криптовалюты и финансовые криптоактивы).

Идеология прямо формирует отдельные сегменты глобальных финансов. «Социально ответственные финансы», социальные инвестиции (*socially responsible finance, social investment*), «финансы защиты природной среды» (*environmental finance*), «зелёные финансы» (*green finance*), «климатические финансы» (*climate finance*), «исламские финансы» (*Islamic finance*), «христианские финансы» (*Christian finance*), финансы, связанные с гонкой вооружений, военные финансы (*military finance*) и т. п. – всё это продукты соответствующих идей, концепций, идеологий, формирующих большие группы последователей и зеркально отражённые в финансах.

Изменение модели семьи. Распад обычной семьи из трёх поколений, её экономики (взаимная помощь, поддержка в «жизненном цикле»). Атомизация личности, автономизация жизни различных поколений семьи. Создание сетевых, распределённых в пространстве семей (в т. ч. трансграничных). Рост института партнёрства.

Усиление мобильности (внутри страны, трансграничной). Отчуждение от собственности (устойчивой, семейной). Расширение аренды, долевой экономики (*sharing economy*), совместного потребления (*collaborative consumption*). Уменьшение роли институтов – посредников в совершении сделок между субъектами (прямые сделки через цифровые платформы).

Следствия в финансах: а) глубокие изменения в структуре семейных / личных финансов (субъекты, предъявляющие спрос на финансовые услуги, структура спроса, объекты финансирования); б) увеличение (при прочих равных) доли краткосрочного финансирования домашних хозяйств в ущерб средне- и долгосрочному; в) ослабление роли финансового посредничества и институтов, его осуществляющих.

Опережающий рост среднего класса, увеличение неравенства:

а) Продолжение многолетнего тренда всё большей концентрации доходов и богатства у 0,1%, 1%, 10% мирового населения; б) рост глобального среднего класса; в) сокращение абсолютной бедности¹⁷. Доля среднего класса в населении мира составит более 60%.

Абсолютная численность состоятельного населения, находящегося выше среднего класса («богатые»), вырастет примерно на 50%¹⁸. В силу относительного сокращения более простых рабочих мест (роботизация, искусственный интеллект) рост роли и состоятельности в обществе тех, кто обладает наиболее развитым мышлением, высочайшей квалификацией и эрудицией, повышенной энергетикой, способностями генерировать идеи, мобильностью. Это длительный тренд, связанный с «усилением личности» (*rise of the individual, personal empowerment*)¹⁹.

Следствия в финансах: а) опережающее развитие «управления состояниями» (*wealth management*), «приватного банкинга» (*private banking*) как крупных сегментов глобальных финансов, связанных со сосредоточением власти и имущества в немногих руках; б) сокращение доли неформальных финансов (*informal finance*) и специализированных сегментов финансовых систем, предназначенных для финансирования беднейших; в) расширение сегментов финансовых систем, связанных с потреблением среднего класса, прежде всего, в развивающихся экономиках.

Глобальная экономика: а) её рост со скоростью до 1–3% в год на основе роста мирового населения, совершенствования технологий и повышения стандартов потребления, с учётом не прекращающегося доступа к природным ресурсам; б) расширение доли развивающихся экономик / рынков (*emerging markets*) (см. ниже); в) апробация концепции сверхнизкого / нулевого / отрицательного роста, с улучшением качества жизни (в группе развитых стран, ранее – Япония); г) продолжение мегатренда – роста доли услуг в структуре экономики (ВВП); д) нестабильный рост международной торговли, интеграции экономик, трансграничных инвестиций (на фоне возобновляющегося конфликта между «взаимопроникновением» людей, обществ, экономик и протекционизмом, попытками строительства новых «берлинских стен»).

Следствия в финансах: а) рост объёмов глобальных финансов (как всегда, опережающий в сравнении с темпами роста натуральных и стоимостных измерений «реальной» экономики); б) постоянное воспроизведение тренда всё более глубокого финансового развития мира (*financial development*), всё большей финансовой глубины (*financial deepening*), финансиализации (*financialization*), секьюритизации (*securitization*); в) продолжение финансовой гло-

18 Global Trends to 2030. Challenges and Choices for Europe. An Inter-Institutional EU Project. ESPAS (European Strategy and Policy Analysis System). April 2019. P. 14.

19 Global Strategic Trends. The Future Starts Today. Sixth Edition. London: UK Ministry of Defence, 2018. P. 18–21.

бализации, хотя и с высокой степенью нестабильности, растущий объём трансграничных инвестиций; г) опережающее развитие сегментов финансового сектора, связанных с финансированием сферы услуг.

Развивающиеся экономики: а) догоняющий рост доходов, активов, продолжительности жизни населения развивающихся стран в сравнении с развитыми (прежде всего, азиатские экономики); б) увеличение его доли в населении мира; в) опережающий рост среднего класса в развивающихся экономиках; г) опережающее экономическое развитие этого кластера стран в сравнении с развитым миром (технологии, рабочая сила, объём и качество накопленного капитала в его материальной и денежной форме), опережающая динамика развития «финансовых машин» стран, их становления как крупных, материально значимых (больше насыщенности деньгами, более лёгкий доступ к кредитам, более глубокие финансовые рынки, нормализованный процент, более высокие нормы инвестиций и т. п.)²⁰.

Прогноз мира – 2030 представлен в табл. 2. Всё большее перемещение на первые строчки развивающихся экономик очевидно.

Таблица 2.

Рэнкинги стран по ВВП по паритету покупательной способности²¹

СТРАНА	СТЕПЕНЬ ЗРЕЛОСТИ СТРАНЫ	Рэнкинг (место в мире)	
		2016	2030 (прогноз)
Китай	Развивающаяся	1	1
США	Развитая	2	2
Индия	Развивающаяся	3	3
Япония	Развитая	4	4
Индонезия	Развивающаяся	8	5
Россия	Развивающаяся	6	6
Германия	Развитая	5	7

20 *Dadush U., Stancil B. The World Order in 2050. Carnegie Policy Outlook. April 2010. P. 3–19.*

21 *The World in 2050. The Long View: How will the Global Economic Order Change by 2050? PricewaterhouseCoopers. February 2017. P. 23.*

Бразилия	Развивающаяся	7	8
Мексика	Развивающаяся	11	9
Великобритания	Развитая	9	10
Франция	Развитая	10	11
Турция	Развивающаяся	14	12
Саудовская Аравия	Развивающаяся	15	13
Южная Корея	Развитая	13	14
Италия	Развитая	12	15

Следствия: в глобальных финансах всё это будет означать опережающий рост финансов развивающихся стран в структуре глобальных финансов в той части, в какой это зависит от факторов демографии, «веса» и темпов динамики экономик, опережающего развития среднего класса.

Энергетическая модель экономики: а) базовым сценарием является сохранение углеводородной экономики как основы воспроизводства на горизонте до 2030–2035 гг. Нарастающие инновации в производстве энергии, альтернативная энергетика не будут иметь настолько значительных последствий, чтобы привести к замене этой модели и утрате роли нефти и газа как всеобщего товара, составляющего основу экономики; б) США станет крупнейшим нетто-экспортером топлива (нефть, сжиженный природный газ, каменный уголь). Как следствие, произойдут глубокие изменения структуры мирового рынка топлива (поставщики, покупатели, организация рынков)²².

Следствия: для глобальных финансов это будет означать, что одним из ключевых причинно-следственных механизмов, определяющих их структуру и динамику, как и в 2000-е гг., будет финансиализация нефти, газа и других видов сырья как товаров на глобальных рынках. Превращение США в нетто-экспортера топлива будут способствовать поддержанию роли этой страны как ключевой в формировании мировых цен на нефть и газ на биржевых рынках товарных деривативов.

Ресурсная модель экономики. Сохранится тренд роста объёмов извлечения природных ресурсов (табл. 3). В его основе – увеличение численности мирового населения, уровня жизни и, соответственно, спроса на ресурсы, прежде всего, на неметаллические минералы («застроить землю», покрыть коммуникациями).

В 1970–2017 годах население земли выросло в 2 раза, извлечение топлива – в 2,4 раза, цветных металлов – в 3,5 раза, биомассы – в 2,6 раза, неметаллических минералов – в 4,8 раза.

1.
28

Таблица 3.

Извлечение природных ресурсов для потребления мировой экономикой²³

ПРИРОДНЫЙ РЕСУРС	ИЗВЛЕЧЕНИЕ ПРИРОДНЫХ РЕСУРСОВ, МЛРД ТОНН		ИЗВЛЕЧЕНИЕ ПРИРОДНЫХ РЕСУРСОВ, % К ИТОГУ	
	1970	2017	1970	2017
Неметаллические минералы (песок, графит, глина)	9,2	43,8	33,9	47,6
Биомасса (растительная, животная)	9,1	24,1	33,6	26,2
Ископаемое топливо (уголь, нефть, газ)	6,2	15,0	22,9	16,3
Цветные металлы	2,6	9,1	9,6	9,9
Всего	27,1	92,1	100	100
На 1 человека, тонн	7,4	12,2	x	x

Следствия в финансах: сохранение сырьевых финансов как крупного элемента глобальных (прямые инвестиции в сырьевые проекты; Нидерланды как крупнейшее ядро прямых инвестиций в глобальных финансах; растущие объёмы трансграничных инвестиций и торгового финансирования, связанного с сырьём; рост финансовых рынков сырьевых экономик, секьюритизация сырья; дальнейшее развитие биржевых рынков товарных деривативов и механизмов ценообразования, основанных на этих рынках).

Растущий дефицит ресурсов. Резкое обострение конкуренции за ресурсы: земля, пригодная к обработке и для жизни, чистая вода, био- и минеральные ресурсы, чистый воздух и благоприятные для жизни климатические зоны (глобальное потепление, загрязнение окружающей среды, разрушение экосистем)²⁴.

23 Global Resources Outlook 2019. Natural Resources for the Future We Want. UN: United Nations Environment, 2019. P. 42–44.

24 Global Strategic Trends. The Future Starts Today. Sixth Edition. London: UK Ministry of Defence, 2018.

Будет расти конкуренция в области а) мирного космоса; б) освоения Арктики²⁵.

Следствия в финансах: обострение глобальной конкуренции финансовых систем (величина, уровень развития и операционной способности «финансовых машин») отдельных стран в борьбе за ресурсы (деньги, инвестиции, финансовые рынки как инструменты конкуренции, проникновения, овладения ресурсами).

Соединение глобализации с фрагментацией. Мультилатерализм.

Продолжение, хотя и с нестабильностью, многолетнего тренда глобализации, интеграции стран (экономика, финансы). Наряду с этим усиление фрагментации в отдельных группах стран (рост закрытости, протекционизма, усиление особенностей в моделях организации общества, полный или частичный выход из сообществ стран). Всё больше использование государствами многосторонних институтов для ответа на крупнейшие вызовы, на проблемы международного масштаба²⁶.

Следствия в финансах: а) нестабильный рост финансовой глобализации; увеличение числа фрагментированных, «отгороженных» финансовых систем («трещины в углу оконного стекла»); б) большее значение многосторонних финансовых институтов и сегментов финансовых рынков, которые они создают; в) на длинной дистанции – усиление значимости коллективных валют.

Быстрые изменения. Цикличность. Мир не будет стабильным. Его ожидают такие же быстрые изменения, как и в последние четыре десятилетия. Волатильность экономики, социальных и политических структур будет вносить «бури» и в состояние глобальных финансов.

Будет продолжена цикличность мировой экономики.

Следствия в финансах: длинные циклы, соединённые со средними и краткосрочной «рябью», будут создавать такую же цикличность в глобальных финансах.

25 Global Trends to 2035 Geo-Politics and International Power. Brussels: European Union, European Parliament Research Service, 2017. P. 47.

26 Global Strategic Trends. The Future Starts Today. Sixth Edition. London: UK Ministry of Defence, 2018.

2. Цикличность глобальных финансов

2.1. Цикличность. Связь с финансовым развитием

Разовый «финансовый взрыв» или циклический процесс? С начала 1970-х гг. резко ускорилось финансовое развитие (*financial development*) мировой экономики. Она всё больше насыщалась деньгами, по экспоненте – финансовыми активами, инструментами, институтами.

Этот же процесс назывался «финансовым углублением» (*financial deepening*), финансиализацией (*financialization*).

Причины – демонетизация золота в начале 1970-х гг., отрыв доллара США как мировой резервной валюты от золота, расширяющийся переход к свободному плаванию валютных курсов, освобождение счетов капитала, финансовое дерегулирование – год за годом, страна за страной.

Финансовая глобализация стала рядовым, «встроенным в жизнь» явлением. В экономиках резко повысился кредитный рычаг (*financial leverage*). Стала всеобъемлющей секьюритизация (*securitization*) (всё большее насыщение экономик ценными бумагами, деривативами, возникновение, во всё большем масштабе, обращаемых прав на всё новые виды ресурсов). Стало заметным нарастание рисков, волатильности в финансах в сравнении с 1950–1960-ми гг.

Эти процессы демонстрировали цикличность и привели с конца 1990-х гг. к череде мировых финансовых шоков по нарастающей (1997–1998, 2000, 2008–2009, 2011–2012 гг.). В конце 2010-х гг., по общему убеждению, выросла вероятность нового кризиса, который мог бы иметь глобальный характер.

Что дальше? И каковы сценарии? Рост нестабильности, финансовые кризисы по нарастающей, порождающие бурную сейсмичку в реальной экономике, или же долгосрочное подавление рисков в глобальных финансах? Спад их волатильности?

Что это будет – продолжение финансиализации по экспоненте или же циклический процесс финансового развития, в котором всплески будут сменяться периодами финансового замораживания?

Или же – ещё один сценарий – финансовализация пойдёт на убыль? Будет ли надолго «приморожена» финансовая глобализация, как это случилось в первое десятилетие после кризиса 2008–2009 гг.?

Ретро. Чтобы дать ответ на эти вопросы, нужно попытаться оценить то, что происходит в глобальных финансах, по принципу «большое видится на расстоянии». Есть ли закономерности, проявляющиеся десятилетиями или даже столетиями?

Всё, что происходит в последние 15–20 лет, является частью длинного цикла. Понять эти события можно только по отношению к самому циклу и в череде других длинных циклов. «Циклическая» точка зрения на события последней четверти века постоянно находится в научном поле²⁷.

В XX в. хорошо видны **30–40-летние экономические циклы**.

Заметны **долгосрочные финансовые циклы**, наложенные на **длинные волны экономической динамики**. Идея финансовых циклов нашла общее признание²⁸. Их нельзя не наблюдать.

Характеристика связи длинных экономических и финансовых циклов дана в предыдущих публикациях²⁹.

Механизм 15–20 летних циклов курсовой динамики доллара США, их связи с экономическими циклами, а также циклическим движением мировых цен на сырьё раскрыт в монографии 2015 г.³⁰.

27 *Cesluk-Grajewski M.* Long Term Economic Waves: Fact or Fiction? // Global Trendometer. Essays on Medium- and Long-term Global Trends. Brussels: European Union, 2018. P. 32–33; *Devezas T.S.* The Recent Global Crisis under the Light of the Long Wave Theory // Journal of Globalization Studies. Vol. 3 No. 2. November 2012. P. 26–58; *Kondratieff Waves: Dimensions and Prospects at the Dawn of the 21st Century.* Edited by Grinin L., Devezas T.S., Korotayev A. Volgograd: 'Uchitel' Publishing House, 2012; *Naumer H-J., Nacken D., Scheurer S.* The Sixth Kondratieff – Long Waves of Prosperity. Frankfurt am Main: Allianz Global Investors Capital Market Analysis. January 2010; *Tausch A.* The Hallmarks of Crisis. A New Center-Periphery Perspective on Long Cycles. Innsbruck University, MPRA Paper No. 48356, July 2013, и др.

28 *Borio C.* A Tale of Two Financial Cycles: Domestic and Global. Lecture in University of Zürich, 19 November 2019. Presentation published by Bank for International Settlements. 17 p.; *Borio C., Drehman M., Xia D.* The Financial Cycle and Recession Risk // BIS Quarterly Review, December 2018. P. 59–71; *Filardo A., Lombardi M., Raczko M.* Measuring Financial Cycle Time. London: Bank of England. Staff Working Paper No. 776. 2019. 28 p.; *Financial Cycles in the Euro Area.* Deutsche Bundesbank Monthly Report January 2019. P. 52–74; *Potjagailo G., Wolters Maik H.* Global Financial Cycles since 1880. Kiel: Kiel Institute for the World Economy. March 26, 2019. 42 p., и др.

29 *Миркин Я.М.* Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, 2002. С. 136–143; *Миркин Я.М.* Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: Кнорус, Гелеос, 2011. С. 301–307.

30 *Миркин Я.М., Жукова Т.В., Бахтараева К.Б., Левченко А.В., Кудинова М.М.* 1971–2025: курсы валют, мировые цены на сырьё, курсы акций. М.: Магистр, 2015. С. 28–32.

Очередной цикл завершился с «дикими скачками» в финансах в 1970-е годы. Затем в 1980–1990-е годы – время роста и финансовых бумов, с конца 1990-х гг. и далее в начале XXI в. – драма кризисов. По осторожной оценке, с **середины 2010-х гг. возобновляется длинное повышательное движение в глобальных финансах** как базовый тренд, с яркой волатильностью 2-го и 3-го порядков.

Циклы и финансовое развитие. Циклически переболев на спаде 1970-х гг. финансы с 1980-х гг. начали сверхбыстрый рост. После **демонетизации** золота в начале 1970-х гг., с переходом к **финансовой либерализации** (*financial liberalization*) (ко всё более свободным счетам капитала и ценообразованию на валюты) начался взрывной рост объемов финансовых активов, видов финансовых инструментов, технологий и институтов.

Называлось это по-разному: **финансовое развитие** (*financial development*), **финансовое углубление** (*financial deepening*), **финансиализация** (*financialization*), **секьюритизация** (*securitization*), но смысл происходящего был примерно один и тот же. Его источником было всё большее насыщение экономик деньгами, их растущая **монетизация** (*monetization*).

Финансовое развитие – «пронизанность» экономики финансовыми отношениями, её насыщенность деньгами, финансовыми инструментами и финансовыми институтами, величина финансовой сферы (накопления, инвестиции, перераспределительные отношения) в сравнении с производственными объемами.

Его рост представлялся объективным. Доказывалось, что вместе с **финансовой либерализацией и финансовой глобализацией** (*financial globalization*) он приводит к лучшему экономическому развитию. Аргументировалось, что чем больше **финансовая глубина** (*financial depth*) экономики, тем ближе страна к состоянию развитой (*developed*) вместо того, чтобы быть формирующимся / развивающимся рынком (*emerging market*) или даже полупустым и диковатым рынком «на фронтире» (*frontier market*), который ещё должен очень постараться, чтобы стать формирующимся.

Этому вопросу посвящены тома научных исследований, от первого доклада Всемирного банка 1989 г.³¹ и до массовых публикаций

31

World Bank Development Report 1989: Financial Systems and Development. Wash.: World Bank, 1989.

в 1990–2010-е годы³². В России вопрос о финансовом развитии как необходимом условии модернизации экономики и её перехода в разряд развитых был впервые поднят в монографии 2002 г.³³.

Действительно, этот «большой взрыв» в финансах был не случаен.

Его причина – не только начало нового длинного цикла (рост мировой экономики в 1980–1990-х годах), но и связанная с ним **взрывная волна инноваций, информатизации**, стартовавшая ещё в 1970-х годах. Финансовые активы, инновации, объёмы информации росли сопоставимыми темпами.

Так происходит каждый раз, когда совершается **технологическая революция**. Её риски, венчурные, инвестиции в новые сектора, в компании малой капитализации полностью покрываются новыми финансовыми инструментами, разогревом рынков, «мыльными пузырями». Так было в XVII–XIX веках. Так происходит и в XX–XXI веках. Яркое исследование на этот счёт провела Карлотта Перез³⁴.

Финансовое развитие накладывается на финансовые циклы, являясь их частью и одновременно существуя как самостоятельное явление.

Взрывной рост финансовых активов в 1980-х – 2000-х годах – это **циклический процесс**, обслуживающий **информационный и технологический взрыв**, случившийся в последние десятилетия и подтверждающий **обычную закономерность** отношений финансов и инноваций в реальной экономике, которая прослеживается столетиями.

Посткризисная динамика. Кризис 2008–2009 гг. был продолжен в европейском долговом кризисе в 2009–2014 годах. Было резко утяжеле-но мировое финансовое регулирование («финансовые репрессии»). Упали объёмы трансграничных инвестиций, был относительно сжат мировой рынок деривативов (вернулись на докризисный уровень

32 Khan M. S., Senhadji A. S. Financial Development and Economic Growth: An Overview. Wash.: IMF, Working Paper WP/00/209. 2000; Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature 35 (2), 1997. P. 688–726; Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence // Handbook of Economic Growth. Edited by: Aghion P., Durlauf S. Amsterdam: Elsevier, 2005. P. 865–934; Cihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine Ross. Benchmarking Financial Development Around the World. Wash.: World Bank. Policy Research Working Paper 6175, 2012. 55 p.; Global Financial Development Report 2019 / 2020: Bank Regulation and Supervision a Decade after the Global Financial Crisis. Wash.: World Bank, 2019. 155 p. и др.

33 Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблшер, 2002. С. 251–257.

34 Perez C. Technological Revolutions and Financial Capital: The Dynamics of Bubbles and Golden Ages. Edward Elgar Publishing Ltd. 2002. 225 p.

только к концу 2010-х гг.). Приторможен рост государственных долгов (ЕС). Стала вынужденно сжиматься под тяжестью регулирования «офшорная модель» глобальных финансов. Снизился уровень финансовой глобализации. Крупнейшие финансовые институты мира были подвергнуты многомиллиардным штрафам.

Финансовый сектор развитых стран стал поддерживаться во многом «аппаратами искусственного дыхания»: а) политика денежного смягчения (*monetary easing*) / денежно-промышленная политика (*monetary and industrial policy*); б) низкий / отрицательный процент. В разогретом состоянии находились финансовые рынки США и Китая (в паре с Гонконгом), в подавленном, консервативном – зона ЕС, постсоветские рынки.

В итоге – сформировалась **«растянутая» (под давлением репрессивного регулирования), с замедленными темпами, позитивная финансовая динамика в глобальных финансах** (после яркого спада в конце 2000-х – начале 2010-х гг.), с яркими вспышками в США (рынок акций) и Китае (рост, волатильность).

2.2. Циклы финансового регулирования

Регулятивные циклы. Может казаться, что **мировая реформа финансового регулирования**, предпринятая после кризиса 2008 г., навечно ломает склонность глобальных финансов к перегревам. Это, скорее всего, заблуждение. Реформа – очередное звено в **многолетних регулятивных циклах**. Как они складываются? «Усиление регулирования – дерегулирование – вновь усиление регулятивного бремени и т. д.», будучи наложенными на длинные волны экономической динамики³⁵.

То же в иных терминах: «интервенционизм – либерализация – усиление вмешательства государства» или даже «централизация – децентрализация – новая централизация» в управлении экономиками мира.

Модель регулирования экономики / финансов является во многом производной от длинных циклов. После очередного кризиса – усиление регулирования, переход к ручному управлению, интервенционизм. Именно это происходит в 2010-х годах.

По мере разогрева экономики, на волне инноваций, развития – либерализация, необходимость «отпустить тормоза», победа течений и групп, связанных с дерегулированием.

При новых шоках – снова расширенное вмешательство государства. Такая цикличность хорошо видна как на примере отдельных стран, так и мира в целом, прежде всего, в группе развитых стран.

Политические циклы. С регулятивными циклами жёстко связаны **политические циклы** (какого рода силы, партии и люди, с какой идеологией находятся у власти).

«Левые – правые – левые – правые», в разных странах с разными именами и с разной степенью правизны и левизны.

Идеологические циклы. Одновременно хорошо видны **идеологические циклы, тесно связанные с регулятивными, политическими.**

Три века длинные циклы (интервенционизм – либерализация) пронизывают мейнстрим в теории, являющейся основой макрополитики. От классической политической экономии и «невидимой руки рынка» – к утопическому социализму и марксизму, затем к неоклассике (во всём разнообразии её школ), сменяемой коллективизмом, теориями административной экономики (политическая экономия социализма), кейнсианством и его позднейшими вариантами, идеями социального рыночного хозяйства как «третьего пути», корпоративизма. Затем вновь либерализация – неоклассический синтез и новый расцвет классического подхода (ордолиберализм, Чикагская школа и монетаризм, рыночный фундаментализм). И, наконец, после кризиса 2008–2009 гг. – новый интервенционизм как мейнстрим.

Связь циклов. Все три вида циклов (регулятивные, политические, идеологические) связаны друг с другом, возникают из длинных волн экономической и финансовой динамики, хорошо видны в прошлом.

Механизм долгосрочной цикличности в финансовом регулировании. Кризисы ломают экспоненты в финансовых динамиках, уничтожают перегревы рынков. Наступает время ужесточения регулирования. Финансовые рынки заторможены.

Но постепенно, год за годом, возобновляется финансовое развитие. Возникают финансовые инновации. Экономика насыщается всё более изощрёнными финансовыми инструментами и деньгами. Это объективный процесс, финансы пытаются «поспеть» за взрывным развитием науки и информационным бумом. Только так в быстрорастущие сегменты экономики, являющиеся самыми

рискованными, могут доставляться инвестиции от тех, кто, обладая денежными накоплениями, имеет высокий аппетит к рискам. Снова возникают «мыльные пузыри», финансируются технологические революции. Финансовое регулирование начинает не успевать за финансиализацией, секьюритизацией, «высокими финансами» (деривативы, структурированные продукты, финансовые инновации). Жёсткая конструкция финансового регулирования становится тесной, избыточной и неизбежно взрывается. Снова начинается время финансовой либерализации. И всё повторяется вновь. Расширение рынков, перегрев, кризис, «проклятия» банкам и финансовым рынкам, а за этим – ужесточение регулятивного бремени.

Экссессы в динамике финансового регулирования. В циклах могут возникать экстремальные падения, которых можно было бы избежать, или излишние перегревы.

Точно так же регулятивные циклы могут иметь свои «избыточные» вершины (перерегулирование) и точки «дна» (избыточно слабое регулирование).

До кризиса 2008 г. – регулирование в глобальных финансах было, видимо, слабее, чем должно быть, что привело к более высокой концентрации системных рисков и большей остроте кризиса.

После кризиса 2008 г. – иная ситуация. Постепенно, по оценке, нарастает избыточность финансового регулирования. С учётом роста налогов в финансовой сфере, судебных исков и миллиардных штрафов, предъявляемых глобальным финансовым институтам, можно говорить о **«перерегулировании»**, о **возникновении излишнего регулятивного бремени**, политике «другой крайности», мешающей возобновлению устойчивости и развития глобальных финансов.

Эта позиция широко обсуждается в экономической литературе и, конечно же, популярна среди финансового сообщества³⁶.

Особенности развивающихся рынков. Циклическая динамика финансового регулирования на развивающихся рынках имеет амплитуду колебаний большего размера, чем на развитых.

36

Dowd K., Hutchinson M. How Should Financial Markets Be Regulated // Cato Journal, Vol. 34, No. 2. Spring/Summer 2014. P. 353–387; Gai P., Kemp M., Serrano A.S. Regulatory Complexity and the Quest for Robust Regulation. Frankfurt am Main: European Systemic Risk Board. European System of Financial Supervision. Reports of the Advisory Scientific Committee. No 8. June 2019. 49 p.; Norbert M. Time to Fix the Overregulation Problem in Financial Markets// Forbes. May 3, 2016; Over-regulated America // The Economist, 18 February 2012; Wolak E.A. How Should Financial Markets Be Regulated? // Internationalbanker.com. Stanford University Commentary. Summer 2015, и др.

Либо это досрочная, **опережающая либерализация, в подражание развитым рынкам.** Она ведёт обычно к резкому усилению разбалансированности рынков, к взрывному росту в спекулятивных потоках капитала, к кризисам.

Либо, наоборот, **копирование** того, что происходит в развитых экономиках, **в посткризисном увеличении регулятивного бремени.**

Сердцевина посткризисной мировой реформы финансового регулирования – в усилении контроля за рисками. Но тот уровень рисков, который не допустим для развитых финансовых рынков, наоборот, объективно желателен для развивающихся, которые должны обслуживать быстрорастущие, с высокими рисками экономики.

Развивающиеся рынки обязаны регулироваться легче, чтобы иметь способность абсорбировать сверхвысокие риски своих экономик, приводить в них инвестиции.

Когда их перегружают регулятивным бременем, они сжимаются или даже умирают.

Что дальше? Из анализа следует (см. выше), что ответ – **цикличность финансового регулирования.**

Формула длинного тренда до 2030–2035 гг. в финансовом регулировании: усложнение, диверсификация, расширение периметра (в меру финансового развития) + цикличность (длинные циклы) + циклические экстремумы («перерегулирование»), неизбежно рождаемые государствами + сверхвысокая волатильность систем регулирования развивающихся рынков.

Прогнозируется, что признаки **возврата к финансовой либерализации** возникнут с середины 2020-х гг.

2.3. Формула финансового будущего. Будущие финансовые циклы

Формула финансового будущего. Такой «циклический» взгляд на вещи многое меняет. Глобальные дисбалансы становятся частью закономерного развития экономики в длинных циклах, подобного маятнику, а не случайным явлением. От дисбаланса 1980–1990-х годах (развивающиеся экономики – долги, развитые – экспорт капитала) – к дисбалансу 2000-х гг. (развивающиеся страны – кредиторы, развитые – должники).

А дальше – новый шаг качелей маятника.

С «циклической» точки зрения «мыльный пузырь» 2000-х гг. не является разовым, случайным отклонением, возникшим благодаря неверным стимулам в финансах и ошибочной политике лёгких денег и низкого процента.

Финансовое будущее формируется исходя из того, что в полной мере **сохранятся цикличность мировой экономики и структура циклов** (Кондраатьева, Кузнецца, Жюгяра). Усилится глобализация циклов. Возможные деформации циклов (например, сжатие их во времени, сокращение их продолжительности) не будут влиять на тот факт, что, как и раньше, вслед за движением экономики и обновляясь на нем, будут цикличны и финансовые динамики, оказывая, в свою очередь, обратное воздействие на реальный сектор, усиливая (а не сглаживая) его собственные циклы.

Таким образом, **финансовое будущее** строится по **формуле «цикличность + финансовое развитие»**.

Или же, если добавить структурные изменения, обусловленные ростом объёма и сложности глобальной экономики как базы финансов (подробно о них – см. ниже, в соответствующих разделах книги):

«цикличность + финансовое развитие + структурные изменения».

Форма финансовых циклов. Более плоская, укороченная динамика. Вспышка волатильности в глобальных финансах в 1970-х годах (см. выше) внешне проявлялась в масштабной инфляции, высоком ссудном проценте, значимых дифференциалах процентных ставок (например, между США и Европой), резком усилении спекулятивной составляющей (при открытых счетах капитала, всё более свободных курсах валют и появлении большой группы новых формирующихся рынков).

Одновременно происходил быстрый рост монетизации / финансовой глубины национальных экономик.

Следствием стали крупнейшие циклические колебания финансовых рынков и мировых цен на сырьё. Это хорошо видно на примере курсовой динамики доллара США и цен на нефть (анализ см. ниже).

Вместе с тем в 1980-х – 2010-х годах проявился длинный общемировой тренд к постепенному, год от года, сокращению уровня инфляции и падению процента.

После кризиса 2008–2009 гг. резко расширились: а) репрессивное финансовое регулирование, ограничивающее риски; б) прямое вмешательство центральных банков, подавляющее колебания финансовых рынков (количественные смягчения, скупка плохих или падающих в цене финансовых активов, расширенная кредитная помощь терпящим бедствие финансовым институтам и т. п.).

Как следствие, циклы стали «укорачиваться», волатильность сокращаться.

Это и есть **прогноз**: при прочих равных, более **плоская, укороченная финансовая динамика, с более слабой циклической компонентой до 2030–2035 гг.**

Будущие финансовые циклы. Будет продолжен ряд **долгосрочных циклов** экономической и финансовой динамики (как это было в 1890–1910-е годы, затем в 1920–1940-е годы, а также в 1950–1970-е годы, а затем в 1980-е годы – первое десятилетие XXI в.).

Прогнозируется повсеместный экономический **подъём**, рост глобальных инвестиций и капитализации рынков **с середины 2010-х – начала 2020-х гг.**, с усилением волатильности и системных рисков с середины **третьей декады XXI в.**

Вероятность данного сценария, по оценке – 70–75%.

Усиление роли государства сменится во второй половине 2020-х гг. **новой волной** либерализма, приватизации, дерегулирования, структурных реформ, высвобождающих рыночные силы.

На фоне подъёма неизбежны **локальные экономические и финансовые замедления / кризисы** («рябь на поверхности длинной волны»).

Произойдут **5–6 крупных кризисов в грядущем десятилетии на развивающихся рынках**; они будут вызваны их дисбалансами, спекулятивными атаками и «финансовыми эпидемиями». Эти кризисы могут произойти в любой точке развивающихся рынков – в азиатских экономиках, в постсоветских странах, в Южной Америке и др.

Неизвестно, на каком из сегментов рынков (исламские финансы, валюты развивающихся стран, их внешние долги, деривативы и т. п.) они могут вспыхнуть. Кризис может случиться в любом сегменте, как только он будет перегрет в связи с приливом свободных капиталов.

В России, на одном из самых рискованных рынков, возможны ещё 1–2 кризиса до 2025 г., а дальше кризисы будут возникать с частотой «1 раз в 5–10 лет». Такая периодичность обычна для крупного формирующегося рынка.

Локальных кризисов не избежать и развитым странам. Их причины – «мыльные пузыри» новой экономики и финансовых инноваций, обострения рисков в мире избыточных долгов. Но в глобальный кризис они перерастать не будут. Не время – фаза подъёма.

Будут продолжены **долгосрочные циклы динамики курса доллара США** как мировой резервной валюты к евро и к корзине мировых валют, проявившиеся с начала 1970-х гг., и связанные с ними **циклические изменения мировых цен товарных активов на финансовых рынках**, проявившиеся с начала 2000-х гг.

Альтернативный сценарий до 2030–2035 гг. Его вероятность – 20–25%. Его формула «**циклическость + финансовое развитие + структурные изменения + глобальный финансовый кризис**»

в связи с неконтролируемым накоплением системного риска в одном из крупных сегментов глобальных финансов (примеры – финансовый рынок США в конце 2010-х гг.).

Может ли быть взгляд на финансовое будущее до 2030–2035 гг. другим, «третьим»?

Ответ – да, если произойдёт **резкое усиление влияния фундаментальных факторов**, когда финансы «выбьются из колеи» и будут обслуживать **глубокие изменения** в технологиях, обществах, мировой экономике.

Какие изменения? Ответ дан в **разделе 1**. В их числе: а) масштабные войны; б) геополитика; в) климат; г) новая технологическая революция (ускоренный переход к следующей технологической волне); д) крупные изменения в моделях жизни и общественном устройстве человечества.

Циклические особенности развивающихся рынков. Они не свободны от глобальных экономических и финансовых циклов. Они «подстраиваются» к ним по мере того, как переходят на новые ступени финансовой зрелости и глобализируются.

Эти рынки очень чувствительны к тому, что происходит в англо-саксонском ядре глобальных финансов. И, соответственно, им передаются любые циклические колебания, возникающие в ядре.

Вместе с тем у этих рынков может быть особенное движение. Они могут существовать в собственных кластерах. Растут вместе со своими экономиками, когда развитые рынки падают. И наоборот. Это хорошо показали кризисы конца 1990-х гг., 2008–2009 гг.

Почему? Глобальные инвесторы могут такие рынки рассматривать как имеющие своё собственное движение. Или особенная динамика развивающегося рынка может возникать, когда он в значимой степени закрыт для иностранных инвесторов, на нём доминирует государство.

Вместе с тем, заметны **длинные тренды**:

- всё большая синхронизация растущего числа развивающихся рынков с развитыми в их циклическом движении;
- усиление влияния, оказываемое динамикой развивающихся рынков на циклы на движение глобальных финансов;
- сохранение многолетнего тренда, демонстрирующего более высокую (хотя и убывающую) волатильность в циклических динамиках финансов развивающихся экономик в сравнении с развитыми.

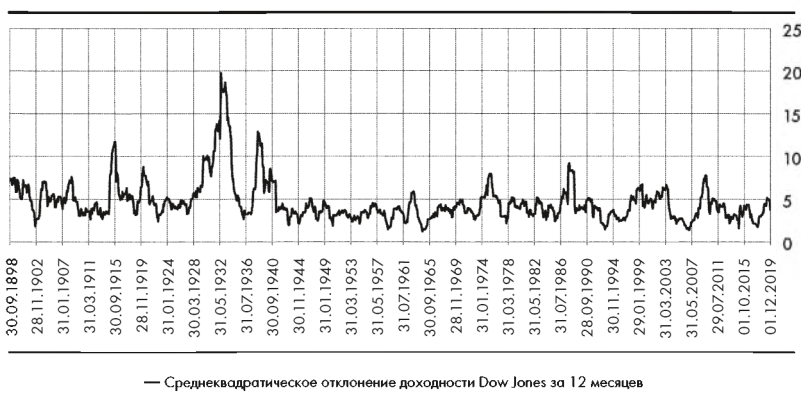
3. Встроенная волатильность и риски: что завтра?

Ретроспективная волатильность глобальных финансов может быть показана на основе динамики финансового рынка США, поэтапно утверждавшегося с начала XX века в качестве их ядра. **График 1**³⁷ раскрывает волатильность рынка акций США (промышленный индекс Доу-Джонс (DJIA)) за 1897–2019 гг.

43 3.

График 1.

Волатильность рынка акций США 2019–1897 гг. (DJIA)



На графике три периода волатильности финансового рынка:

- сверхвысокая в 1897 – середине 1940-х гг., включающая мировой финансовый кризис 1930-х гг.;
- умеренная (1950–1960-е гг.);
- вспышка волатильности с начала 1970-х гг., завершившаяся

37

Расчёт по месячным значениям индекса DJIA (Dow Jones Industrial Average, рынок акций США) (среднеквадратические отклонения месячной доходности, март 1897 г. – октябрь 2019 г.), данные Dow Jones Indexes с 2 марта 1897 г.

кризисным периодом 1997–2009 гг., с рыночными шоками в 2007–2008 гг.³⁸.

После 2008 г. высокая волатильность финансовых рынков продолжилась. Долговой кризис в ЕС 2010–2014 гг., циклическое укрепление доллара США к евро (2008–2015 гг.), резкие падения мировых цен на сырьё (сначала металлов с 2011–2012 гг., затем – нефти и газа в 2014 г.), «мыльный пузырь» на рынках акций США (2012–2019 гг.) с коррекциями вниз, время от времени, «мыльный пузырь» в Китае и его сброс (2014–2015 гг.), кризис валют развивающихся рынков в 2018 году, хронические финансовые кризисы в Латинской Америке (2000-е – 2010-е гг.), всемирная спекуляция криптовалютами (2017–2019 гг.) – всё это признаки продолжающейся острой волатильности, её высокого потенциала.

Поэтому глобальные финансы находятся в точке выбора из двух возможных сценариев:

- усиление волатильности и любых видов рисков, её вызывающих;
- подавление рисков и волатильности.

Факторы, направленные на усиление в будущем рисков и волатильности глобальных финансов:

- цикличность (средне- и долгосрочная);
- взрывное накопление инноваций и информационный бум, продолжающие тренды 1970–2010-х гг.; связанные с ними «мыльные пузыри», финансиализация и рост высоких финансов, присущие технологическим революциям;
- скоростное усложнение мировой экономики и глобальных финансов как системы (удержать их в равновесии – в этом тяжёлые вызовы);
- неравномерность и высокая волатильность в развитии стран и регионов, генерирующие высокие риски.

Дополнительные риски могут быть связаны с конфликтностью и неустойчивостью мировой экономики как основы глобальных финансов (геополитические риски, усиление конфликтов интересов между странами и протекционизма: торговые, валютные и т. п. войны, дезинтеграция в крупных экономических объединениях государств (примеры – Brexit, риски распада зоны евро в середине 2010-х гг.)).

Опережающая динамика «новых индустриальных» и развивающихся экономик в сравнении с развитыми странами приведёт к **увеличению вклада в глобальные финансы, вносимого национальными финансовыми системами, отличающимися быстрым ростом, разбалансированностью и деформациями** (избыточный уровень рисков, долгов, потенциальной волатильности, доходности

- финансовых активов, инфляции, накопление проблемных активов, зависимость от нерезидентов и т. п.).
- Сверхконцентрации рисков будут связаны со **всё большим насыщением экономик государственными долгами**, как многолетним, по сути, «вековым» трендом.
- Увеличится доля глобальных финансов, приходящаяся на финансирование инноваций**, бизнеса средней и малой капитализации, высокотехнологичных компаний, отраслей, находящихся в упадке, для их реструктуризации. Это – сфера высоких рисков, ограниченной ликвидности и повышенной доходности.
- Избыточная волатильность будет формироваться в связи с превращением товарных рынков в финансовые, развитием товарных деривативов, продолжением секьюритизации. Следствие – доминирование финансовых, сверхволатильных (с крайне неустойчивыми ценами) рынков прав на реальные активы над рынками, на которых торгуются сами эти активы.
- Глобальные финансы, как и раньше, будут насыщаться **финансовыми инновациями** (англо-саксонская модель сохранит свою ведущую роль), способными при интенсивном росте привести к их разбалансировке. Финансовые активы будут стремиться расти по экспоненте, превращаться в «мыльные пузыри» (последние примеры – криптоактивы, рынок акций США 2010-х гг.). Финансовое регулирование будет отставать от роста и инноваций на финансовых рынках.
- В рост рисков внесёт свой вклад старение населения, придающее особую неустойчивость финансовым системам (сокращение доли населения, активно формирующего доходы, увеличение доли населения, перед которыми государства и общества несут повышенные, не полностью исполняемые доходами финансовые обязательства).
- Будет продолжено накопление рисков в публичных финансах (дефицитные бюджеты, долги правительств), связанное с расширением социальных обязательств государств, как это было в XIX – начале XXI вв.
- Неизбежен рост рисков в связи со «взламыванием» национальных границ финансов в непрозрачных информационных сетях, усилением в них роли частных денег, теневого финансового институтов и финансовых рынков.
- И, наконец, свой вклад в рост рисков внесёт будущее финансовое дерегулирование как реакция на перерегулирование 2010 – начала 2020-х гг.

Факторы, направленные на ослабление в будущем рисков и волатильности глобальных финансов.

Значимая часть финансовых рынков перейдёт в более зрелое состояние, увеличится финансовая глубина мировой экономики.
Мультиполярная резервная система, региональные кластеры, мно-

гоуровневая архитектура регулирования должны способствовать большей стабильности глобальных финансов.

Погашению волатильности будут способствовать **низкий ссудный процент** как встроенный надолго элемент глобальных финансов (см. раздел 5).

Будет развито макропруденциальное регулирование на национальном и международном уровнях. В этом же направлении действует мировая реформа финансового регулирования, осуществлённая после кризиса 2008–2009 гг. (ужесточение регулирования и подавление финансовых рисков, соответственно, системного риска на уровне макро-, в инфраструктуре финансового сектора, в финансовых инструментах и финансовых институтах).

«Глушению» волатильности, «обрезанию» сверхвысоких значений рисков, доходности будет способствовать **политика центральных банков по поддержанию низких процентных ставок и ликвидности в финансовом и реальном секторах экономики («перманентные» денежные смягчения)**, во всяком случае, до тех пор, пока на этой основе не будет вновь сформирован «мыльный пузырь» мирового масштаба, несущий системные риски для глобальных финансов (прежде всего, в США, еврозоне, Китае).

Физический аналог такой политики центральных банков – финансовый сектор и экономика, находящиеся на «аппарате искусственного дыхания».

Равнодействующая этих факторов? Ответ – неизвестен. Отвечать определённно – значит, гадать на кофейной гуще.

Возможны **три сценария динамики рисков глобальных финансов. Первый сценарий** – дальнейшее усиление волатильности, разбалансированности глобальных финансов и, в обозримой перспективе, новый их кризис, который может иметь последствия, по меньшей мере, сравнимые с кризисом 2008–2009 гг.

Как может реализоваться этот сценарий? Если происходящее усиление государственного регулирования в глобальных финансах, антициклические политики монетарных / финансовых властей, другие факторы, подавляющие риски, не смогут предупредить избыточное разрастание финансовых активов (возобновление их экспоненциального роста, как до кризиса 2008–2009 гг.) и неизбежный в этом случае рост их волатильности.

Так же, как и в физических системах (аналог – флаттер), глобальные финансы могут демонстрировать сверхвысокую волатильность, ведущую к их серьёзным деформациям или даже частичным разрушениям.

Вместе с тем сила рисков, волатильности, кризисов не будет настолько велика, чтобы приводить к системным разрушениям глобальных финансов. Удары будут нейтрализоваться государствами и

их центральными банками, их совместными действиями на международной основе подобно тому, как это происходило в кризис 2008–2009 гг. и в посткризисный период 2010-х гг.

Второй сценарий предполагает удержание волатильности на низких уровнях, её «придавливание» (в сравнении с 1970-ми – 2000-ми гг.) на основе усиления финансового регулирования и объединённых усилий государств в проведении экономической и финансовой политики, направленной на снижение системного риска, в т. ч. на базе антициклических мер, препятствующих избыточным разогревам финансовых рынков, развития институциональной структуры финансовых систем, которая бы противодействовала накоплению рисков и смягчала цикличность и разрывы в финансовом развитии.

При этом могут происходить умеренные всплески волатильности (к 2020 г. перегрет рынок акций США, избыточно «накачан» внутренний кредит частному сектору США).

При реализации второго сценария – впереди рост инвестиционной активности в глобальных финансах, увеличение финансовой глубины, разогрев рынков на стадии экономического подъёма длинного цикла, увеличение стоимости товарных и финансовых активов, но в более умеренных рамках и в менее ярких формах, нежели чем в первом сценарии.

Те же тенденции, что обнаруживались в 2000-е гг., но в «придавленном», охлаждённом виде, более растянутом во времени.

Циклические процессы более «плоские», короткие, менее выраженные.

Этот сценарий не исключает множественных кризисов. При этом системные риски будут реализовываться локально, в отдельных странах или сегментах рынка, вызывая ограниченные и временные шоковые реакции в глобальных финансах, не переходящие из формы локальных кризисов в мировые.

Результирующий вектор – рост финансовой стабильности (с периодическими попытками рынков вырваться из-под контроля, «возмутиться», как это происходило в первой трети XX в. и с начала 1970-х гг.).

Глобальные финансы останутся потенциально сейсмической, нестабильной зоной. Наряду со смягчением циклических движений глобальных финансов и расширением «островов стабильности» сохранится – в логике длинных циклов – значимая вероятность мирового кризиса в 30-х – 40-х гг. XXI в.

Сохранятся умеренные темпы мировой инфляции, ниже значений 1970–1980-х гг.

Третий сценарий. «Повышенная сейсмика с неопределёнными последствиями». Сверхконцентрация рисков в глобальных финан-

сах, переходящая границы их жизнеспособности. Всё новые, повторяющиеся фасы событий, истолковываемых как «чёрные лебеди». Отрыв от способности (местные и трансграничные ресурсы и институты) урегулировать риск. Эволюция регулирования в направлениях, усиливающих риски. И, наконец, превращение рисков в поток финансовых (банковских, долговых, валютных и т. п.) кризисов и ими вызванные резонансные эффекты, которые идут по нарастающей и передаются в реальный сектор, вызывая «водопад» социальных и экономических кризисов.

В этом сценарии финансы и их риски могут выполнить роль рычага в длительном процессе деградации мировой экономики, если бы она начала происходить.

3.
48

Базовым, имеющим наибольшую вероятность в будущем (до 2030–2035 гг.), является первый сценарий.
Его вероятность, по оценке, – 65–70%.

4. Инфляция: была, есть и будет

Долгосрочная динамика и прогноз инфляции (мир, группы стран)
даны в табл. 4.

Таблица 4.

Динамика инфляции³⁹

Год	ТЕМПЫ РОСТА ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН, %						
	Развитые экономики			Развивающиеся экономики			
	Мир	Всего	В т.ч. еврозоны	В том числе			
				Всего	Разви- вующаяся Азия	Разви- вующаяся Европа	СНГ
1980	17,5	13,6	x	26,7	10,9 (1981)	29,4	x
1985	13,8	5,4	x	32,9	8,9	18,2	x
1990	26,7	4,9	3,6 (1992)	80,0	7,9	132,9	x
1992	40,6	3,5	3,6	121,0	8,1	73,1	x
1995	16,3	2,6	2,4	39,0	12,0	51,5	224,0
2000	4,8	2,2	2,2	8,5	1,9	31,7	23,4
2007	4,3	2,2	2,2	6,1	5,5	6,1	9,7
2008	6,3	3,4	3,3	6,5	7,5	8,0	15,4
2010	3,7	1,5	1,6	9,2	5,3	5,7	7,2
2013	3,7	1,4	1,3	5,5	4,6	4,5	6,5
2016	2,8	0,3	0,2	4,2	2,8	3,2	8,3
2018	3,6	2,0	1,8	4,8	2,6	8,7	4,5
2025	3,0–5,0	1,5–2,1	1,5–2,1	3,5–5,5	2,5–3,5	3,0–6,0	4,0–10,0
2035	1,0–5,0	1,0–5,0	1,0–5,0	2,0–7,0	1,0–5,0	1,0–5,0	3,0–8,0

Табл. 4 раскрывает многолетние тренды, которые, по оценке, будут продолжаться в 2020–2035 гг.:

39

Рассчитано по IMF World Economic Outlook Database October 2019.
Inflation, average consumer prices, percent change.

- **инфляция** – органичная часть мировой финансовой динамики; она непрерывна; дефляция – временна, отклонение от «порядка вещей» (подтверждается и анализом вековых рядов цен);
- в 2020–2035 гг. с **вероятностью 65–70%** будет удержана **сравнительно низкая мировая инфляция** (если сопоставлять с 1970-ми – 1990-ми годами), до 1–5% годовых. От вспышки инфляции в 1970-х гг. в развитых экономиках (демонетизация золота, переход к свободному плаванью валют) – к новой вспышке в 1980-х – начале 1990-х гг. (выход в глобальные финансы больших групп новых формирующихся рынков, крайне разбалансированных), и далее – к постепенному подавлению инфляции в 1990–2000-х гг. («отскок» после вспышки инфляции; повсеместное увеличение финансовой глубины; финансовализация, во многом абсорбирующая инфляцию).

Далее – в **2020–2035 гг.** продолжение многолетнего тренда «погашения», удержания / торможения инфляции (рост количества и доли развитых рынков, финансовое углубление (*financial deepening*) в большинстве стран, расширение финансового регулирования, гасящего волатильность в финансах);

- **развивающиеся рынки** – инфляция выше «среднемировой», выше темпов роста цен в развитых экономиках; разрыв в уровне инфляции в сравнении с «развитыми» будет сокращаться (нормализация финансовых систем в группе «развивающихся»); разовые яркие, локальные вспышки инфляции; в постсоветских странах – опережение среднемировой инфляции.

5. Ссудный процент. Процентный спред

Динамика ссудного процента в 1950–2018 годах по ключевым странам мира (ядро глобальных финансов) отражена в табл. 5.

Таблица 5.

Динамика ссудного процента⁴⁰

		США, ГОДЫ							
Показатель		1950	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1985
Государственные облигации (Government Bonds), %	x	2,82	4,12	4,28	7,35	7,99	11,46	10,62	
		1990	1995	2000	2005	2007	2008	2010	2012
Государственные облигации (Government Bonds), %		8,55	6,58	6,03	4,29	4,63	3,67	3,21	1,80
		2014	2017	2018	2025	2035			
Государственные облигации (Government Bonds), %		2,54	2,33	2,91	2–5	1,5–6			
		ВЕЛИКОБРИТАНИЯ, ГОДЫ							
Показатель		1950	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1985
Государственные облигации (Government Bonds), %		3,0	4,32	5,77	6,56	9,22	14,39	13,79	10,97
		1990	1995	2000	2005	2007	2008	2010	2012
Государственные облигации (Government Bonds), %		11,80	8,20	5,33	4,41	5,01	4,59	3,62	1,92
		2014	2017	2018	2025	2035			
Государственные облигации (Government Bonds), %		2,57	1,28	1,31	1–4	1–5,5			

51 5.

Показатель	ГЕРМАНИЯ, ГОДЫ							
	1950	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1985
Государственные облигации (Government Bonds), %	x	x	6,42	7,05	8,32	8,48	8,49	6,95
	1990	1995	2000	2005	2007	2008	2010	2012
Государственные облигации (Government Bonds), %	8,70	6,85	5,26	3,35	4,22	3,98	2,74	1,50
	2014	2017	2018	2025	2035			
Государственные облигации (Government Bonds), %	1,16	0,28	-	0,5–3,0	0,5–4,5			

Многолетние тренды, демонстрируемые табл. 5, по оценке будут существовать и в **2020–2035 гг.:**

- **сокращение уровня ссудного процента**, наряду и во взаимосвязи с угасанием (снижением уровня) мировой инфляции (см. раздел 4).
- Базовый сценарий** следующий: от стабильности 1950-х – 1960-х гг. (Бреттон-Вудская система, золотовалютный стандарт), с постепенным «раскачиванием» в динамике процента – к взрыву нестабильности, инфляции при демонетизации золота (отрыве от золотого «якоря») и переходе в мир свободно плавающих «бумажных курсов» в начале 1970-х – середине 1980-х гг. – к стабилизации ядра глобальных финансов (США, Великобритания, объединённая Европа) и снижению уровня процента в конце 1980-х – 2010-х годах – **удержание с вероятностью 65–70% более низкого уровня процента в сравнении с 1980-ми – началом 2000-х гг. до 2030–2035 гг.**⁴¹;
- **сохранение цикличности динамики ссудного процента** (на поверхности тренда к понижению) как отражение экономических и финансовых циклов, антициклического регулирования экономики, осуществляемого центральными банками;
- **удержание значимого превышения уровня и волатильности ссудного процента на развивающихся рынках и рынках «на фронтире» в сравнении с развитыми рынками** (отражение их более высоких рисков в сравнении с развитыми);
- **«вспышки», несовпадения с глобальной динамикой процента на развивающихся рынках**, прежде всего, в моменты крупных

41

Попытки объяснения феномена, прежде всего, изменением денежных систем, валютных режимов и политик воздействия центральных банков на экономику и финансово-кредитную сферу см.: Borio C., Disyatat P., Juselius M., Rungcharoenkitkul P. Why so Low for so Long? A Long-term View of Real Interest Rates. BIS Working Papers No 685. December 2017.

- кризисов или структурных изменений в политических, экономических и финансовых моделях таких обществ (аналог конца 1980-х – начала 1990-х гг. в бывших административных экономиках);
- **широкое распространение на финансовых рынках отрицательного реального банковского процента** (ссуды, депозиты, облигации), теоретическое признание его объективности и возможности финансового посредничества при таком проценте (что было невозможно ещё в 1980-х – 2000-х годах)⁴².
- Как следствие, глубокие **изменения в природе финансового посредничества** и в бизнес-моделях банков и других финансовых институтов (см. ниже).

Сужение процентного спреда

Длительный тренд к снижению процента вызвал к жизни многолетний тренд к **сокращению процентного спреда** (разницы между ссудным процентом и процентом по депозитам), прежде всего, в развитых странах.

Указанный спред по группе стран с доходом на душу населения «выше среднего» (классификация Всемирного банка) составлял в 1996 году – 8,2%, в 2000г. – 8,05%, в 2010 г. – 6,12%, в 2015 г. – 5,45%, в 2018 г. – 5,18%⁴³.

С вероятностью 65–70% банковский спред будет удерживаться на низких уровнях и в 2020–2035 годах.

42 См., например: *Brand C., Bielecki M., Penalver A. (editors). The Natural Rate of Interest: Estimates, Drivers, and Challenges to Monetary Policy. European Central Bank. Working Paper No 217. December 2018; Altavilla C., Lorenzo Burlon L., Giannetti M., Sarah Holton S. Is There a Zero Lower Bound? The Effects of Negative Policy Rates on Banks and Firms. European Central Bank. Working Paper No 2289. December 2018.*

43 World Bank Development Indicators Database. October 2019. Interest Rate Spread (Lending Rate Minus Deposit Rate, %). Upper Middle Income.

6. Финансовое развитие. Будущее

6.1 Динамика

Концепция финансового развития. Проявления финансового развития – финансиализация, секьюритизация, финансовая глобализация, рост монетизации экономики, насыщенности долгами и т. п. Связь между финансовой глубиной и экономическим ростом показана на примерах десятков стран.

Концепцию финансового развития, его связи с экономическим ростом, технологическими революциями, обзор исследований в этой области см. в разделе «**Цикличность глобальных финансов**».

Любая технологическая революция, любой «большой взрыв» в объёмах инноваций и информации связаны с резким скачком в финансовом развитии.

Это тренд, хорошо видимый с начала XVII века.

Всё это – в пределах циклов. При «циклическом взгляде» всё то, что сиюминутно кажется дисбалансами, перегревом, экзальтацией глобальных финансов, приобретает закономерный характер.

Долгосрочный (точнее сказать, вековой) тренд заключается в том, что **финансовое развитие опережает рост реальной экономики.**

Это условие; а) технологических революций (см. выше); б) экономического роста; в) перехода экономик к большей зрелости, рыночности, связанности как системы (вместо раздробленного, кластерного бытия); г) всё большей ликвидности любых ресурсов (превращения их в товар, создания прав на них, обладающих способностью самостоятельного обращения).

Чем больше финансовая глубина экономики (*financial depth*), её насыщенность деньгами, финансовыми инструментами (кредиты, облигации, акции, деривативы, структурированные продукты и т. п.) и финансовыми институтами, тем более зрелой, индустриальной является экономика, тем больше её операционная способность в том, чтобы инвестиции дошли не только до традиционных отраслей, но и до инновационных, высокотехнологичных сегментов экономики, в которых определяется её будущее.

И, наоборот, низкая финансовая глубина, дефицит монетизации, финансовых активов ведут к торможению экономического роста,

к чрезмерной зависимости от коротких, чаще спекулятивных инвестиций нерезидентов, завышенной цене денег. Являются причиной низкой капитализации банков – резидентов, дефицита кредитов, заниженной капитализации рынка акций, ограниченности внутреннего платежеспособного спроса в сравнении с внешним, ухода ликвидности за рубеж.

Количественные индикаторы финансового развития – монетизация (денежная масса / ВВП), «пронизанность» финансовыми активами (активы финансового сектора / ВВП), насыщенность долгами (внутренний кредит / ВВП, банковские кредиты / ВВП и т. п.), секьюритизация (капитализация рынка акций / ВВП, рыночная стоимость непогашенных облигаций / ВВП), насыщенность деривативами (деривативы по нарицательной стоимости / ВВП) и др.

Динамика и прогноз опережающего финансового развития. Ключевой индикатор финансового развития – **монетизация экономики**. От него во многом зависят другие индикаторы. Его долгосрочная динамика подтверждает указанный тренд (табл. 6).

Таблица 6.

Динамика и прогноз финансового развития⁴⁴

ПОКАЗАТЕЛЬ	ГОДЫ									
	1960	1970	1980	1990	2000	2007	2008	2010	2018	2030–2035 (прогноз)
Широкие деньги / ВВП, Мир [Broad Money / GDP, World], %	50,4	57,8	63,9	88,1	99,9	96,8	100,5	108,5	124,4	140–160
Внутренний кредит, предоставленный финансовым сектором / ВВП, % [Domestic Credit Provided by Financial Sector / GDP, %]	50,9	64,0	73,4	107,5	108,5	115,3	119,2	125,5	132,6	150–170

44

World Bank Development Indicators Database. October 2019, IMF World Economic Outlook Database October 2019, BIS Derivatives Statistics, Global OTC Derivatives Market, Exchange-traded Derivatives Statistics (нарицательная стоимость биржевых и внебиржевых деривативов, по которым открыты позиции).

Рыночная капитализация компаний – резидентов, входящих в листинг / ВВП, %(Market Capitalization of Listed Domestic Companies, % of GDP)	x	x	30,9	53,0	90,0	113,8	56,0	88,5	92,9	125–140
Биржевые деривативы / ВВП, %	н/д	н/д	н/д	н/д	37	123	83	94	112	170–200
Внебиржевые деривативы / ВВП, %	н/д	н/д	н/д	н/д	281	1007	938	910	641	1000–1400

Подтверждает тренд и динамика «ретро» других индикаторов финансового развития (банковский / финансовый сектор, ценные бумаги, деривативы) (табл. 6).

На рынке ценных бумаг и деривативов хорошо виден «пузырь» начала 2000-х гг. с последующим сбросом в 2008–2009 годах и постепенным возобновлением рынка в 2010-х годах (особенно трудно – внебиржевые деривативы).

Финансовое развитие. Будущее

Тренд. До 2035 г. глобальные финансы, сохраняя цикличность, станут мультиполярными, обладающими большей финансовой глубиной и сложностью, большей зрелостью, более высоким уровнем международного финансового регулирования, чем в 2000–2010-х гг.

Подтвердится закономерность роста финансовой глубины мировой экономики (*financial deepening, financialization, financial development*) по мере перехода всё большей группы стран к состоянию зрелости, подтягивания части развивающихся экономик к уровню «новых индустриальных», вовлечения в финансовый оборот стран с низкими доходами на душу населения.

Как и в XX в., **рост финансового оборота и финансовых активов будет опережать динамику реальной экономики.** Усилится её насыщенность деньгами (рост монетизации), финансовыми инструментами и институтами. Продолжится секьюритизация, увеличится доля «высоких финансов».

Характер роста. Но каким будет характер роста финансовых активов в будущем? По экспоненте? Линейный?

Глобальные финансовые активы (взяты в отношении к мировому ВВП) увеличивались **по экспоненте в 1990–2000-х гг.**⁴⁵.

Сценарий, в котором финансовая динамика этого периода экстраполируется без изменений в будущее, приводил бы к огромному отрыву финансовых активов от реальной экономики. Фондовые кризисы 1997–98 гг., 2000–2002 гг., 2007–2008 гг. «сбивали» экспоненциальный рост, приводили его к динамике финансовых активов, приближенной к линейной или S-образной, на дистанциях в несколько десятилетий.

Подобный сценарий – цикличность (экспонента – кризис – замедление динамики) будет воспроизводиться и в последующие десятилетия.

Цикличность. Прогнозируется, что при циклической динамике (25–30-летние циклы), отношение глобальных финансовых активов и деривативов к мировому ВВП вырастет во второй половине 2020-х гг. до нового циклического максимума, далее, на переломе 2030-х гг. понизится на 10–20%, чтобы затем возобновить свой рост.

Прогнозы финансовой глубины, исходя из логики финансового развития (табл. 6):

- насыщенность деньгами, индикатор «Широкие деньги / Мировой ВВП». В 1960 г. составлял 50%, в 2007 г. – в 2018 г. – 124%. По оценке, к 2030–2035 годам этот индикатор вырастет до 140–160%;
- пронизанность кредитами, индикатор «Внутренний кредит, предоставленный финансовым сектором / ВВП» поднимется от 51% в 1960 г., 133% в 2018 г. до 150–170% в 2030–2035 гг.;
- насыщенность ценными бумагами, индикатор «Рыночная капитализация компаний-резидентов, входящих в листинг / ВВП» поднялся от 31% в 1980 г. до 93% в 2018 г., прогнозируемый уровень в 2030–2035 годах – 125–140%;
- индикатор «Биржевые деривативы / Мировой ВВП» от уровня в 44% в 2000 г. вырос до 146% в 2007 г., в 2008 г. упал до 95%; его уровень в 2018 г. – 112%; оценивается в 2030–2035 годах – до 170–200%;
- насыщенность рынка внебиржевыми деривативами («Внебиржевые деривативы / Мировой ВВП») составляла в 2000 г. 297%, в 2007 г. – 1078%, в 2008 г. – 899%. В 2018 г. снизилась до 653%. Рынок, который более всего пострадал от кризиса 2008–2009 гг. стал «гонимым» регуляторами. Тем не менее, прогноз на 2030–2035 годы, исходя из «повышательной» логики финансового развития, дан в 1000–1600%.

6.2 Структурный анализ

Разрывы в финансовом развитии. Уровень финансового развития наиболее высок для индустриальных стран, ниже для развивающихся рынков и наиболее мал для рынков «на фронтире». Это неизбежно. Чем слабее финансовое развитие, тем менее зрелой является экономика, и наоборот. Формируется иерархия стран не только по зрелости экономик, но и по уровню финансового развития.

Количественные измерения, подтверждающие эти тезисы, осуществлялись неоднократно с конца 1980-х гг. В отечественной литературе также делались регулярные замеры (115–130 стран, 1996, 2000, 2009, 2013 годы)⁴⁶. Они показали также, что многолетний тренд – рост уровня финансового развития – не выборочен, он свойственен всем группам стран, от самых зрелых до самых бедных.

Новый анализ многолетних данных по группам стран даёт следующие результаты (табл. 7).

Для анализа используется ключевой показатель финансового развития – уровень монетизации экономики («Широкие деньги / ВВП»).

Таблица 7.

Динамика и прогноз финансового развития⁴⁷

Широкие деньги / ВВП, %	ГОДЫ									
	1960	1970	1980	1990	2000	2007	2008	2010	2018	2030–2035 (прогноз)
Мир (World)	50,4	57,8	63,9	88,1	99,9	96,8	100,5	108,5	124,4	140–160
Страны с наиболее высокими доходами на душу населения (High Income Countries)	55,6	64,8	76,8 (1981)	99,0	110,0	106,8	113,1	119,1	121,9	140–160
Страны с доходами населения выше среднего (Upper Middle Income Countries)	23,4 (1966)	28,0	32,7	43,2	67,8	82,1	83,4	103,0	147,0	170–220

46 Миркин Я.М. Развивающиеся рынки и Россия в структуре глобальных финансов. М.: Магистр, 2015. С. 35–36.

47 World Bank Development Indicators Database. October 2019.

Страны с доходами населения ниже среднего (Lower Middle Income Countries)	21,7	22,4	30,4	39,4	48,6	58,2	58,1	59,5	64,2	80–110
Страны с низкими доходами населения (Low Income Countries)	11,3 (1963)	15,1	23,1	24,4	27,0	32,7	26,7	29,3	66,2	80–110

Многолетние тренды. Уровень финансового развития по всем группам стран постоянно растёт, пусть и со среднесрочными колебаниями.

По-прежнему **разрыв между странами – кратный**, хотя и сокращается в сравнении с началом 1960-х гг. Доля развивающихся экономик в «монетизации» мира постепенно растёт. Их финансовые системы находятся в догоняющем режиме по отношению к индустриальному миру. Этот процесс – зеркальное отражение увеличения доли этих экономик в мировом ВВП.

Так, 15% развивающихся экономик в 2001–2013 гг. поддерживали сверхвысокие темпы монетизации. У них её прирост составил свыше 100%. У четверти развивающихся стран – прирост этого индикатора финансовой глубины больше 60%. В то же время, у более чем 90% индустриальных экономик – наиболее крупных «финансовых существ» – темпы прироста монетизации составил за 2001–2013 гг. менее чем 60%⁴⁸.

6.2.
60

Деформации в иерархии финансовых рынков. До 2010-х гг. эта иерархия (по степени зрелости экономики) соблюдалась очень строго и долгие годы – период наблюдения с начала 1960-х гг. (табл. 7). На первом месте по финансовой глубине – страны с наиболее высокими доходами населения, по классификации Всемирного банка, и далее – по нисходящей (страны с доходами выше среднего, ниже среднего, с низкими доходами).

Такая иерархия формирует идеи о том, что: а) **финансовое развитие может быть одной из целей политики на макроуровне**; б) в этом смысле может рассматриваться как инструмент экономического развития; в) сильная «финансовая машина», если бы создавалась в догоняющей стране, стимулировала бы рост и модернизацию; г) финансовое развитие может обгонять экономическое, не ускоряя инфляцию и постоянно улучшая инвестиционный потенциал экономики.

Эта **политика финансового форсажа** была, действительно, применена в ряде стран (впервые – в японском экономическом чуде) и привела к тому, что **в 2010-х годах иерархия рынков была взорвана (табл. 7).**

В частности, финансовая глубина экономик, измеряемая по индикатору «Денежная масса / ВВП», оказалась больше у экономик с доходами населения выше среднего (они входят в группу развивающихся рынков), чем у экономик с наиболее высокими доходами (т. е. в группе развитых стран) (табл. 7).

Причина – Китай (см. ниже).

То же самое произошло в «нижней группе» стран. Финансовая глубина стран с самыми низкими доходами населения оказалась в 2018 году больше, чем у стран с доходами населения ниже среднего (табл. 7). В частности, в Непале индикатор «Широкие деньги / ВВП» вырос с 54,2% в 2005 г. до 108,7% в 2018 г.

Прогноз до 2030–2035 года:

- а) **продолжение финансового развития не только в мире в целом, но и по всем группам стран**, рост ключевого показателя монетизации экономик для стран с наиболее высокими доходами населения со 122% ВВП в 2018 г. до 140–160% в 2030–2035 годах; для стран с доходами населения выше среднего уровня – с 147% ВВП в 2018 г. до 170–220%; для стран с доходами населения ниже среднего – с 64% ВВП в 2018 г. до 80–110%; для стран с низкими доходами населения – с 66% ВВП до 80–110% в 2030–2035 годах;
- б) **сохранение иерархии стран по уровню их финансовой глубины**, зависящей от зрелости экономики (и наоборот);
- в) **сокращение (хотя и сохранение) разрывов** между группами стран, тренд к выравниванию уровней финансового развития;
- г) **временные нарушения иерархий рынков** (причина – догоняющие экономики, использование ими политики финансового форсажа);
- д) **опережающая динамика финансовой глубины развивающихся экономик**, рост их доли во всемирной монетизации.

6.3 Финансовый форсаж

Финансовый форсаж – это одна из стратегий «экономического чуда», специальный режим работы финансовой системы страны, направленный на то, чтобы «подстегнуть» экономику в её желании расти.

Финансовый форсаж проявляется в ускоренной финансиализации, финансовом развитии экономики. Ключевые параметры, механизмы, инструменты финансовой системы страны настраиваются на стимулирование роста и модернизации.

Элементы финансового форсажа: а) кратный рост монетизации; б) резкое увеличение нормы накопления; в) кратное увеличение

насыщенности экономики долговыми активами; г) нормализация процента; д) подавление инфляции; е) заниженный валютный курс; ж) низкая налоговая нагрузка и глубокое сокращение потребления государства; з) финансовый дирижизм.

Практика финансового форсажа. Такую политику обнаруживают динамики финансового развития по группе азиатских экономик (Япония, Китай, Корея, Сингапур, Малайзия) в периоды их сверхбыстрого роста в 1950–2010 гг.⁴⁹.

За два – три десятилетия удавалось увеличить финансовую глубину экономики до 5–7 раз, выйти на уровни монетизации в 130–180% ВВП и выше (при адекватном росте долговой массы и капитализации рынка акций, резком расширении доступности финансовых услуг, диверсификации финансовых продуктов, нормализации инфляции и ссудного процента).

Опережающее финансовое развитие демонстрировала Германия во времена своего «экономического чуда». Отчасти это произошло и в Италии, и в Испании⁵⁰.

Китай. Пример этой страны показателен (**табл. 8**).

В 1977 г. денежная масса Китая в долларовом выражении составляла 3,1% от денежной массы США, в 2015 г. – 132,4%, в 2018 г. – 141,4%.

В этом смысле Китай с начала 2010-х гг. является страной № 1 по сопоставимой величине денежной массы.

В 1977 г. индикатор финансового развития «Широкие деньги / ВВП» в США в 2,7 раза превышал соответствующий показатель Китая (**табл. 8**).

В 2018 г. ситуация полностью перевернулась. Этот индикатор в Китае составил 199,1%, более чем в 2,2 раза превышая показатель США. Китай присоединился к другим азиатским экономикам (Япония, Южная Корея и др.), находящимся в состоянии «сверхвысокой» монетизации.

49 *Миркин Я.М., Кудинова М.М., Левченко А.В., Бахтараева К.Б., Жукова Т.В., Бунатян А.Г.* Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика. М.: Магистр, 2014. С. 24, 34–39.

50 *Миркин Я.М., Жукова Т.В., Бахтараева К.Б., Комова А.В.* Механизмы стимулирования сверхбыстрого роста: мировая практика. М.: Магистр, 2018. С. 175–176.

Таблица 8.

Сравнительная динамика финансового развития⁵¹

СТРАНА	ГОДЫ							
	1977	1980	1990	2000	2008	2010	2015	2018
	ШИРОКИЕ ДЕНЬГИ / ВВП, %							
США	70,6	69,5	71,2	68,5	84,6	85,2	88,9	89,3
Китай	26,4	36,4	77,8	135,6	148,8	176,1	203,0	199,1
	ШИРОКИЕ ДЕНЬГИ							
США, трлн долл.	1,47	1,99	4,25	7,02	12,44	12,78	16,2	18,35
Китай, трлн долл.	0,046	0,071	0,28	1,64	6,96	10,97	21,45	25,95
	ШИРОКИЕ ДЕНЬГИ, КИТАЙ / ШИРОКИЕ ДЕНЬГИ США, %							
	3,1	3,6	6,6	23,4	55,9	85,8	132,4	141,4

Прогноз до 2030–2035 года:

- а) продолжение практики «финансового форсажа», прежде всего, в азиатских экономиках и, с высокой степенью вероятности, в странах Африки в той мере, в какой они будут принимать политики «экономического чуда» и делать попытки копирования азиатского опыта;
- б) в этих экономиках будут наблюдаться темпы (в конечном счете, и уровень) финансового развития, опережающие развитые страны.
- Вместе с тем, нужно учитывать, что «новые индустриальные» страны снизят темпы экономического роста, увеличат внутреннее потребление (при падении уровня сбережений), осуществят финансовые реформы, направленные на урегулирование системных рисков и сокращение объёмов проблемных активов, возникших в период ускоренного роста (пример – Япония последней четверти XX века).
- Как следствие, за «мыльными пузырями» их финансовых рынков, за финансовым форсажем – через локальные кризисы – придёт время финансовой нормализации, снижения темпов насыщения быстро растущих экономик финансовыми активами и перехода в более зрелую, спокойную, если только не заторможенную, как в Японии, стадию финансового развития.
- Это замечание относится, прежде всего, к Китаю.

7. Деньги. Мировая резервная система: суть изменений

7.1 Деньги. Структурные изменения

Дематериализация денег. В период до 2030–2035 гг. продолжатся многолетние тренды, связанные с этим явлением:

- а) **сокращение доли наличных денег** (индикатор «наличные деньги в обращении к денежной базе» упал в мире с 40% в 1980 г. до 30% в 2007 г.)⁵². Чем выше зрелость экономики, тем ниже доля наличных денег (доказано количественным анализом по 118 странам)⁵³. Появляются розничные бизнесы, отказывающиеся от приёма наличности⁵⁴. В США доля платежей, использующих наличность, упала с 40,7% в 2011 г. до 31% в 2016 г.⁵⁵.
- б) **опережающий рост безналичного компонента денежной массы и клиринга** денежных обязательств (как следствие развития цифровых экономик). Повсеместное движение к «обществу без наличных денег» (*cashless society*) (пример – опыт Швеции⁵⁶, других стран⁵⁷);
- в) увеличение роли **электронных (цифровых) денег** (в т. ч. криптовалют и основанных на них крипто-финансовых активов);

52 Beck T., Demirgüç-Kunt A. Financial Institutions and Markets across Countries and over Time – Data and Analysis. Wash.: World Bank, May 2009. P. 6; Long Live Cash: The Potential Decline of Cash Usage and Related Implications. Wash.: Congressional Research Service. May 10, 2019. 29 p.

53 Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011. С. 28–30.

54 Long Live Cash: The Potential Decline of Cash Usage and Related Implications. Wash.: Congressional Research Service. May 10, 2019. P. 1.

55 Ibid, P. 2, 4.

56 Arvidsson N. Building a Cashless Society. The Swedish Route to the Future of Cash Payments. Switzerland: Springer, 2019. 96 p.

57 Rochemont S. A Cashless Society in 2018. The Cashless World. London: Institute and Faculty of Actuaries, January 2019. 104 p.

- г) **широкое распространение частных денег** (на базе электронных денег) и **частных платёжных систем** в противовес централизованным эмиссиям, осуществляемым государствами, попытки частного сектора «перехватить» часть сеньоража (прибыли от эмиссии);
- д) **распространение цифровых денег центральных банков (CBDC)**⁵⁸ в замещение частных электронных денег и в стремлении сохранить за государством регулирование денежного обращения и сеньораж;
- е) **рост выпуска наличных денег** (резервные валюты, широко принимаемые валюты развитых государств, стабилизированные валюты развивающихся рынков) **преимущественно для целей их экспорта в зоны валютной нестабильности** (для обслуживания в них платежей и сбережений) (международный спрос на такую наличность – крупный источник сеньоража);
- ж) дальнейшее **расширение рынков монет специальных выпусков**, в т. ч. из драгоценных металлов, как рыночного товара, но не как средства обращения;
- з) дальнейшая **маргинализация любых теорий и экспериментов по воссозданию денежных систем, основанных на золоте, серебре или любом другом товарном эквиваленте** («сырьевые» валюты, «энергетические» валюты и т. п.) (такие идеи всегда обсуждаются, оживляются при каждом финансовом кризисе)⁵⁹.

Экспорт наличных денег. Наличные деньги, представляющие резервные валюты (прежде всего, доллар США и евро), будут во всё большей мере существовать как экспортные товары.

Доля банкнот «на экспорт» постоянно повышается. В 2010–2011 годах от 60% до 70% 100-долларовых купюр физически находились вне США. В 2010 году 55% 50-долларовых банкнот и 60% 20-долларовых банкнот обращались за рубежом. В 2009–2011 годах от 350–400 до 580 млрд долларовой наличности были вне границ США⁶⁰.

58 Central Bank Digital Currencies. Basel: Bank for International Payments, Committee on Payments and Markets Infrastructures. March 2018. 28 p.

59 См., например: *Ferrara P.* Why the Gold Standard Is The Foundation For Restoring Booming Economic Growth. *Forbes*, August 1, 2014; *Dowd K., Hutchinson M., Kerr G.* The Coming Fiat Money Cataclysm and the Case for Gold. *Cato Journal*. Spring/Summer 2012. Vol. 32, No. 2. P. 363–388; *V.T. Borisovich V., Zaernyuk V.* Reintroduction of Gold into the Financial System: Trends and Drivers. *Digest Finance*. 2018, Vol. 23, Issue 4. P. 363–372.

60 *Hellerstein R., Ryan W.* Cash Dollars Abroad. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports. February 2011; “Half of UK banknotes ‘held overseas or used for black market’” (BT.com, 15 September 2015, Bank of England Report); *Judson R.* Crisis and Calm: Demand for U.S. Currency at Home and Abroad from the Fall of the Berlin Wall to 2011. Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers IFDP 1058 November 2012.

Образно говоря, очень выгодный экспорт «нарезанной бумаги», обслуживающей денежное обращение за рубежом, не покрываемый в будущем, в большей своей части, поставками товаров и услуг из США. В 2017 г. уже около 80% 100-долларовых банкнот находились за границами США (примерно 60% всех выпущенных наличных долларов) в сравнении с примерно 30% в 1980 г. Издержки государства (то бишь США) на печать 100-долларовой банкноты составляют 14 центов⁶¹.

Крупная зона использования наличных евро сложилась вокруг зоны евро, прежде всего, в Центральной и Восточной Европе (в странах, не входящих в зону евро), в СНГ, в первую очередь в России. Только 18% продаж банкнот евро приходится на страны еврозоны, 26% – на страны Центральной и Восточной Европы. Центры «закупок» банкнот евро – Россия, Великобритания, Швейцария (2018 г.)⁶².

Частные деньги. В период до 2030–2035 гг. всё большее распространение в финансовом обороте будут иметь частные деньги (прежде всего, в электронной форме (пример – «биткойны»).

Такие деньги в любой форме (векселя, купоны, сертификаты, фабричные и городские деньги и т. п.) всегда присутствовали в обороте любой страны.

В ситуациях кризисов, масштабной инфляции, войн и вооруженных конфликтов, при нехватках денег в обращении обязательно появляются частные деньги (Россия была переполнена ими в 1917–1921, 1991–1993, 1996–1998 годах).

Частные деньги возникают неизбежно, как только возникают новые технологии (пример – электронные) и рынки (пример – цифровые), создающие материальную основу для их существования и спрос на них.

Вместе с тем электронный оборот впервые за два – три века создал ситуацию, когда частные деньги могут стать не исключением из правил, а приобрести публичное, институциональное значение.

Государства частично утратят монополию на эмиссию денег. Одновременно будут стремиться «подавить» эмиссию частных денег или огосударствить их (пример – криптовалюты) ради сохранения контроля за денежным оборотом и сеньоража.

Небольшую, но устойчиво расширяющуюся нишу будут занимать, как и всегда: а) корпоративные деньги; б) региональные (городские и т. п.) деньги; в) деньги коммуникационных сообществ; г) деньги локальных систем обмена товарами и услугами (прежде всего, электронных); д) долговые ценные бумаги на предъявителя как денежные суррогаты (исчезающий инструмент).

61 Weir M. The Boom in Benjamins. What Makes the US \$100 Bill so Popular? IMF Finance & Development, June 2019. P. 60–61.

62 The International Role of the Euro. European Central Bank, June 2019.

Криптовалюта и крипто-финансовые активы. Криптовалюта – пока частные деньги.

Всегда государства, а от их лица – центральные банки, стремятся противодействовать частным деньгам. Частные деньги – это нарушение прав государств на эмиссию «фиатных» денег. Это «вычитание» части доходов государства от эмиссии / печати денег (так называемый сеньораж).

Частные деньги и финансовые активы, основанные на них, когда они появляются – новые финансовые инструменты.

При появлении любого нового инструмента, если обеспечивается широкая сфера его распространения, всегда, как правило, возникает «мыльный пузырь»: быстрый рост и через какое-то время – резкое падение. «Мыльный пузырь» лопается. И только после этого финансовый инструмент остаётся в обороте уже как привычный. Ценообразование на него нормализуется.

Так было всегда – от тюльпаномании и «мыльного пузыря» Южных морей с акциями – к железнодорожным горячкам середины XIX века – до кризиса доткомов в США в 1999–2000 годах.

Криптовалюты и основанные на них крипто-финансовые активы повторяют тот же путь.

В этой связи **долгосрочные тренды до 2030–2035 гг. в части «крипто-»,** которые будут наблюдаться во всех странах мира:

- а) центральные банки будут стараться вытеснить из оборота частные криптовалюты, либо максимально зарегулировать их так, чтобы эмиссия этих частных денег по факту вызывала максимум издержек, превышающих выгоды от них;
- б) государства / центральные банки будут стремиться выпускать собственные криптовалюты, оставив выгоды от их выпуска себе;
- в) отдельные государства решат создать у себя «центральные рынки» для криптовалют, стать ядрами в глобальных финансах, чья специализация – крипторынки. Будут всячески поощрять их;
- г) частные криптовалюты будут рассматриваться государствами не как деньги, а как имущество, активы (по аналогии с ценными бумагами, картинами, коллекционными монетами). Соответственно, будет выстраиваться налоговое, торговое, наследственное и т. п. право;
- д) криптовалюты не станут универсальным мировым платёжным средством, «взрывающим границы», обеспечивающим свободу передвижения капиталов и товаров вне государственных границ (как обещают проповедники «крипто»). Эти границы будут государствами обязательно установлены; способы, как это сделать, обязательно найдутся;
- е) сфера применения криптовалют в будущем определяется границами цифровой экономики, наличием точек перехода из крипто- в обычные валюты, степени признания со стороны государств;

- ж) на основе криптовалют созданы – и будут создаваться финансовые инструменты, условно говоря, криптоакции, криптооблигации, криптодеривативы и т. п. Их эмиссия, обращение и регулирование, в т. ч. в венчурном финансировании, будет строиться подобно обычным финансовым инструментам, находясь при этом исключительно в цифровом обороте;
- з) Криптовалюты и крипто-финансовые активы – не финансовые пирамиды, но на их основе такие пирамиды могут быть построены. От появления в обороте «криптовалюты» в 2009 году – к «мыльному пузырю» 2017–2018 г. – к угасающей волатильности криптовалюты в 2019 г. и последующей нормализации рынка. Биткойн в 2010 г. (здесь и дальше на конец года) – 0,3 долл. США, в 2015 г. – 434 долл., в 2017 г. – 17429 долл., в 2018 г. – 3858 долл., в 2019 г. – 7209 долл. (*Yahoo Finance*);
- и) Идеология «крипто» не станет влиятельной. «Царство свободы в Сети», «пересечение границ без штампов», «никакого государства», «прообраз будущего мира», «владелец крипто – гражданин мира» – все эти и подобные идеи останутся маргинальными.

7.2. Золото

С начала 1970-х гг. размен любых сумм банкнот на золото в мире прекращён. Произошла его «демонетизация». Золото всё больше стало существовать просто как один из металлов – ещё не обычный, не полностью промышленный, но всё больше приближающийся по динамике мировых цен к цветным металлам. К меди, алюминию. Иногда только в кризисы вспоминают, что у золота есть монетарная история, и тогда следует всплеск цен на него – как последнее убежище. Многолетний тренд – **вытеснение золота в ряд обычных металлов, не имеющих якорной связи с деньгами и их ценностным покрытием.** Причины? Размеры и сложность мировой экономики и глобальных финансов переросли «физическую» способность золота, ограниченного по объёму, по производству, выполнять монетарные функции. Объёмы денежной массы таковы, что «физически» невозможно гарантировать обмен бумажных денег на золото. Валюты, основанные на золоте, создаваться не будут, несмотря на то, что продолжается поток предложений о создании «золотых валют», о возвращении золота в денежное обращение⁶³.

63

См., например: *Laakso S. The Future of Gold from 2019 to 2039. Naaga – Helia University of Applied Scienc. P. 128–157.*

Базовый тренд – низкоскоростные колебания запасов золота в мировых резервах, не связанные с выполнением им монетарной функции, **вызванные спросом на диверсификацию активов** (в условиях снижения процента) и **страхованием рисков развивающихся экономик** при обострении торговых войн и расширении режимов санкций.

Этот тренд – базовый, ключевой. От сверхбыстрого наращивания золотых резервов в XIX веке – середине XX века – к их резкому замедлению и постепенному физическому сокращению во второй половине XX века – начале XXI века – к их частичному восстановлению в 2010–2019 годах (на основе роста спроса развивающихся стран, прежде всего, России и Китая).

Анализ статистики официальных запасов золота подтверждает этот тренд (табл. 9, 10). Пик золотых резервов в глобальных финансах был достигнут в 1965 г. – 38347 метрических тонн⁶⁴. До этого в 1900–1950 годах – их рост в 9,8 раз, далее – замедленное увеличение в 1950–1965 годах в 1,2 раза, а затем – снижение к 2010 г. почти на 20% (табл. 9).

В 2010–2018 годах – снова рост запасов золота в составе международных резервов стран мира на 11%.

Таблица 9.

Динамика официальных золотых запасов. Роль США⁶⁵

Показатель	ГОДЫ										
	Запасы центральных банков				Международные резервы						
	1870	1900	1930	1945	1950	1970	1990	1998	2010	2018	
Золотой запас, всего в мире, метрических тонн	713	3175	16469	28331	31096	36606	35575	33441	30848	34214	
Золотой запас, США, метрических тонн	107	603	6358	17848	20279	9839	8146	8137	8134	8134	
Доля США в мировом золотом запасе, %	15,0	19,0	38,6	63,0	65,2	26,9	22,9	24,3	26,4	23,8	

Торговые войны (США – Китай), расширение санкций (США, ЕС – Россия), снижение процентных ставок в зоне ЕС и США привели к тому, что центральные банки развивающихся стран – крупнейшие держатели международных резервов в долларовых активах и евро – стали активно замещать их золотом.

64 Green T. Central Bank Gold Reserves An Historical Perspective since 1845. London: World Gold Council, 1999. P. 18.

65 Ibid. P. 16–19; World Gold Council. Quarterly Gold and FX Reserves 2000–2019.

В частности, Россия, избегая риски замораживания своих активов в США, перевела часть международных резервов из государственных ценных бумаг США в золото (табл. 10).

Таблица 10.

Динамика официальных золотых запасов 2010–2019 ⁶⁶

ДЕРЖАТЕЛИ ЗАПАСОВ ЗОЛОТА	Золото в международных резервах, метрических тонн			
	2010	2015	2018	2019 2 кв.
Всего в мире	30848	33016	34214	34411
США	8134	8134	8134	8134
Еврозона (включая ЕЦБ)	10805	10789	10778	10776
Япония	765	765	765	765
МВФ + Банк для международных расчетов	3345	2920	3192	3035
Китай	1054	1762	1853	1927
Россия	789	1415	2113	2207
	Доля в запасах золота, содержащихся в международных резервах мира в целом, %			
США	26,4	24,6	23,8	23,6
Еврозона (включая ЕЦБ)	35,0	32,7	31,5	31,3
Япония	2,5	2,3	2,2	2,2
МВФ + Банк для международных расчетов	10,8	8,8	9,3	8,8
Китай	3,4	5,3	5,4	5,6
Россия	2,6	4,3	6,2	6,4

Хорошо заметно, что рост запасов золота в международных резервах произошёл, прежде всего, за счёт России и Китая. Их вклад в этот рост в 2010 – 2 кв. 2019 г. составил 64%. Совокупная доля в золотых запасах мира выросла с 6% в 2010 г. до 11% в 2019 г.

Доля развитых стран, прежде всего, США, в составе еврозоны, Японии, постепенно сокращается, хотя по-прежнему превышает две трети золотых запасов мира (включая золото у МВФ и БМР).

Ещё один многолетний тренд – удержание низкой доли золота в составе международных резервов правительств и центральных банков. Доля золота в международных резервах стран мира

составляла в 2000 г. – 13,5%, в 2010 г. – 12,6%, в 2015 г. – 9,1%, во 2 кв. 2019 г. – 12,0%⁶⁷.

Прогноз до 2030–2035 гг.: а) не будет попыток на практике вернуть золоту монетарную функцию; б) продолжение вытеснения золота в ряд обычных металлов, не имеющих якорной связи с деньгами и их ценностным покрытием; в) низкоскоростные колебания мировых запасов золота в составе международных резервов в пределах 30–40 тыс. метрических тон; г) сокращение доли США, всей группы развитых стран в запасах золота в составе международных резервов и, соответственно, рост доли формирующихся рынков; д) удержание низкой доли золота в составе международных резервов (в целом, по миру – от 10 до 15%, в отдельных странах, стремящихся к золоту – гораздо выше); е) главные стимулы накопления новых запасов золота – диверсификация активов в международных резервах в связи с падением процентных ставок, попытка обрести больше независимости от активов в долларах и евро (торговые войны, санкции в отношении развивающихся стран).

7.3 Мультиполярность мировой резервной системы

Основы резервной валюты. Ещё 100 лет назад 80% международных расчётов осуществлялись в фунтах стерлингов. В третьей четверти XIX века на долю Британии приходилось 30% мирового ВВП, 25% трансграничной торговли. Именно это неизбежно ставило фунт в центр международной финансовой системы.

Он не сдавался десятилетиями, до конца 1960-х гг., оставив в наследие Лондон как мировой финансовый центр. Фунт стерлингов и сейчас третья по значимости валюта мира.

Жизнеспособность той или иной валюты как резервной полностью определяется силой экономик, которыми они порождены.

Инерционность резервных валют. Они трансформируются десятилетиями. Демонетизация золота продолжалась 100 лет. Но и через 40 с лишним лет (начало 1970-х гг. – 2010-е гг.) золото носит «монетарный оттенок» (находится в резервах центральных банков, в него инвестируют, как в «безопасную гавань», во время кризисов).

Эволюционный характер изменений резервных валют. Сто пятьдесят лет (начиная с Парижской конференции 1867 г.) мировая резервная система пытается найти ответы на вызовы растущей глобальной экономики. Сначала не справилось золото. Не удалось создать универсальные деньги (Латинский монетарный союз). Затем фунт стерлингов с падением Британской империи был постепенно вытеснен долларом. Рост национальных экономик после второй мировой войны, обретение независимости большой группы развивающихся стран уничтожили отдельные валютные зоны (зона франка, стерлинговая зона). Наконец, всей мощности экономики США стало не хватать для того, чтобы доллар как резервная валюта был адекватен реальному базису мировой торговли и финансов.

Настаёт время мультиполярности, двухуровневой архитектуры (мировые и региональные резервные валюты). Только такая дисперсная система способна выдержать требования к ликвидности глобальной экономики, многополярной, сверхсложной, волатильной (в силу своей инновационности), требующей свободного движения капиталов и гармонизации рынков.

Общая мировая резервная валюта. Её невозможность. Эта идея активно обсуждалась в период кризиса 2008–2009 гг.)⁶⁸. Вспышка в обсуждении этих идей – следствие кризиса 2008–2009 гг. Разработка таких идей продолжается и в посткризисные времена⁶⁹. Дискуссии пока не имеют практического значения.

Уровень интеграции мировой экономики и финансов не позволяют пока ставить эту задачу как реализуемую, хотя любая идея, как показывает финансовая история, имеет право на существование, и рано или поздно может сложиться ситуация, когда она станет исполнимой.

Пока слишком велик дисбаланс сил между несколькими центрами силы (США, ЕС, анклав азиатских экономик) и остальным миром. Слишком сильны конфликты интересов между ними. В глобальной экономике множество разграничительных линий, которые могут стираться (или не стираться) ещё столетиями.

Глобальный резервный банк (*Global Reserve Bank*) как эмитент такой валюты (идея активно обсуждалась в начале 2009 г.) – притягательная,

68 *Stiglitz Joseph E. and Members of a UN Commission of Financial Experts. The Stiglitz Report. Reforming the International Monetary and Financial Systems in the Wake of the Global Crisis. New York, the New Press, 2010. P. 157–175.*

69 *Stiglitz Joseph E., Greenwald B. Towards A New Global Reserve System // Journal of Globalization and Development, 2010. Vol. 1: Iss. 2, Article 10.*

но пока это нереальная идея. Так же не исполнима, как и «мировое правительство».

МВФ и эксперимент с СДР (*Special Drawing Rights*, SDR рассматривались как «зародыш» будущей мировой резервной валюты) ещё раз показали, как идеальные чертежи, мечты и образы сталкиваются с непримиримыми конфликтами интересов, с эгоизмом и диктатом государств, превращаясь в минималистские конструкции.

Государства пока не готовы поступиться своими правами во внутренней экономической и финансовой политике. Ещё в течение неопределённого времени они не будут готовы передать их «глобальному» квазицентральному банку. А без этого мировая резервная валюта невозможна.

Единая резервная / мировая валюта не будет создана даже в течение нескольких десятилетий.

7.4. Доллар США и евро как ключевые резервные валюты

Стартовая точка. Доллар США и евро – ядро глобальных финансов.

Доля доллара в валютных резервах стран мира – больше 60%, евро – выше 20% (2018 г.) (табл. 11). За долларом – более 40% оборотов на валютных рынках мира, за евро – больше 15%. Доля номинированных в долларах международных долговых ценных бумаг, трансграничных ссуд и депозитов превышает 50%, евро – выше 25–30%. Во внебиржевых валютных и процентных деривативах, генерируемых в глобальных финансах, доля доллара США колеблется вокруг 40%, евро – от 15 до 25% (2018 г.) (табл. 11).

Таблица 11.

Роль валют в мировой резервной системе⁷⁰

Годы	Доллар США	Евро	Иена	Фунт стерлингов	Швейцарский франк	Юань	Прочие	Всего
Доля валюты в раскрытых валютных резервах стран мира (по текущим курсам), %								
2005	66,5	23,9	4,0	3,7	0,1	x	1,8	100,0
2010	62,2	25,8	3,7	3,9	0,1	x	4,3	100,0

70

The International Role of Euro. European Central Bank, June 2019. Statistical Annex; IMF World Economic Outlook Database October 2019; BIS Statistics Explorer (Turnover of OTC foreign exchange instruments, by currency, приведён к 100%).

2018	61,7	20,7	5,2	4,4	0,1	1,9	6,0	100,0
Доля валюты в оборотах на валютных рынках мира, %								
2004	44,0	18,5	10,5	8,0	3,0	х	16,0	100,0
2010	42,5	19,5	9,5	6,5	3,0	0,5	18,5	100,0
2019	44,0	16,0	8,5	6,5	2,5	1,0	21,5	100,0
Доля валюты в накопленной массе международных долговых ценных бумаг (по текущим валютным курсам), %								
2005	40,6	36,6	4,5	н/д	н/д	н/д	18,3	100,0
2010	35,8	40,3	4,2	н/д	н/д	н/д	19,7	100,0
2018	50,7	32,9	2,0	н/д	н/д	н/д	14,4	100,0
Доля валюты в трансграничных ссудах непогашенных (по текущим валютным курсам), %								
2005	53,5	26,6	4,9	н/д	н/д	н/д	15,0	100,0
2010	52,2	28,4	3,9	н/д	н/д	н/д	15,5	100,0
2018	54,1	26,0	3,8	н/д	н/д	н/д	16,1	100,0
Доля валюты в трансграничных депозитах непогашенных (по текущим валютным курсам), %								
2005	52,7	28,1	3,5	н/д	н/д	н/д	15,7	100,0
2010	55,9	27,4	2,4	н/д	н/д	н/д	14,3	100,0
2018	53,4	27,0	2,8	н/д	н/д	н/д	16,8	100,0
Доля валюты во внебиржевых валютных деривативах (по нарицательной стоимости), %								
2005	41,7	20,3	12,3	7,0	2,7	н/д	16,0	100,0
2010	42,2	19,0	10,9	5,7	3,6	н/д	18,6	100,0
2018	44,2	15,6	8,4	6,1	2,1	н/д	23,6	100,0
Доля валюты во внебиржевых процентных деривативах (по нарицательной стоимости), %								
2005	35,0	38,4	12,3	7,1	1,5	н/д	5,7	100,0
2010	32,6	38,2	12,8	8,1	1,1	н/д	7,2	100,0
2018	38,7	26,1	8,3	9,0	0,8	н/д	17,1	100,0
Справочно: Доля экономик в мировом ВВП (в долл. США, по текущим ценам), %								
Годы	США	Евросоюза	Япония	Велико британия	Швейцария	Китай	Прочие	Всего
2005	27,4	22,1	10,0	5,3	0,9	4,9	29,4	100,0
2010	22,7	19,2	8,6	3,7	0,9	9,2	35,7	100,0
2018	24,2	16,1	5,9	3,3	0,8	15,7	34,0	100,0

США — нервный узел экспорта частного капитала, мировой расчётный центр. Доля доллара в расчётах за импорт в мировой торговле колеблется вокруг 60%, евро – примерно 30%⁷¹. Измерения СВИФТ в 2014 г.: доля доллара США в расчётах в мировой

71

Matteo Maggiori M., Neiman B., Schreger J. The Rise of the Dollar and Fall of the Euro as International Currencies. NBER Working Paper No. 25410, December 2018. P. 5; The International Role of the Euro. European Central Bank, June 2019.

торговле (значит, и как валюты контрактов) – 51,9%, евро – 30,5%, фунта стерлингов – 5,4%, за ними – иена и юань⁷². Доля доллара США как валюты ценообразования и расчётов в импорте странами нефти достигает 85–90%⁷³.

Динамика. Доля США и ЕС в мировой экономике, как и других развитых стран, постепенно сокращалась (табл. 11) (опережающий рост Китая, Индии и ряда других развивающихся экономик). Если в 2005 г. совокупная доля США и ЕС в мировом ВВП составляла примерно 50%, то в 2018 г. – 40%.

Это очень крупная доля, позволяющая паре «доллар – евро» сохранять ключевую роль как резервных валют в глобальных финансах.

Вместе с тем, падение веса США и ЕС в мировой экономике должно приводить к постепенному ослаблению роли доллара и евро.

В частности, в 2005–2018 годах сократилась совокупная доля доллара США и евро в валютных резервах стран мира с примерно 90% до 82,4%; в оборотах на валютных рынках мира с 62,5% до 60%; в трансграничных депозитах – с 80,8% до 80,4%; во внебиржевых валютных деривативах – с 62% до 59,8%; во внебиржевых процентных деривативах – с 73,4% до 64,8% (табл. 11).

Вместе с тем в некоторых сегментах глобальных финансов пара «доллар – евро», наоборот, сохранила или даже увеличила свою роль в 2005–2018 гг.: в международных долговых ценных бумагах – с 77,2% в 2005 г. до 83,6% в 2018 г., в трансграничных ссудах – не изменилась, 80,1%.

Абсолютное большинство изменений очень замедленны, позиции «доллар – евро» – крайне инерционны.

В 2005–2018 годах наибольшее ослабление в роли резервной валюты – по всем позициям – произошло у евро (табл. 11).

Доллар США, наоборот, повсеместно укрепил свои позиции в международных долговых бумагах, трансграничных ссудах и депозитах, во внебиржевых деривативах (валютных и процентных), сохранил свою нишу на валютных рынках мира (табл. 11). Сокращение доли доллара США – лишь в валютных резервах стран мира.

Базовые причины такой противоположной динамики – а) циклическое укрепление доллара США по отношению к евро в 2008–2018 годах (подробнее см. подраздел 7.5); б) ускоренное сокращение роли еврозоны в мировой экономике (табл. 11), замедленная

72 Worldwide Currency Usage and Trends Information Paper Prepared by SWIFT in collaboration with City of London and Paris Europlace. December 2015. P. 6.

73 The International Role of the Euro. European Central Bank. June 2019.

динамика роста её хозяйства в сравнении с США и группой азиатских стран.

Иена, фунт стерлингов, швейцарский франк – на тренде убывания (табл. 11), за немногими исключениями.

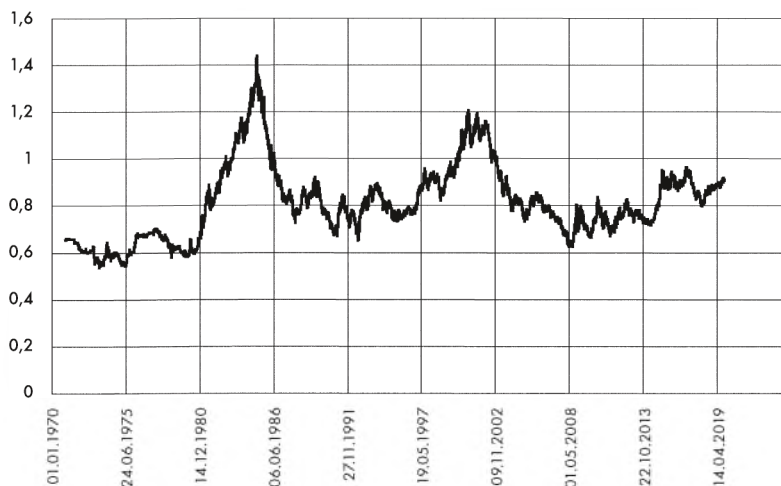
Юань и «прочие валюты» – на траектории роста. Доля Китая и прочих стран в мировом ВВП выросла почти до 50%, участие юаня и прочих валют в валютных резервах стран мира – с 1,8% до 7,9%, в обороте на валютных рынках мира – с 16% до 22,5%, далее – рост по всем позициям (табл. 11).

7.5. Цикличность ключевых резервных валют

Хорошо видны длинные, 15–17-летние циклы в паре «доллар США – евро» (график 2, движение кривой «вверх» – укрепление доллара, понижательный склон – ослабление).

График 2.

Длинные циклы курса доллара США в паре «доллар – евро»⁷⁴



74

Источник: Datastream Navigator Thomson Reuters, (Евро/доллар – тикер «USEURSP», на графике – обратная величина, реконструированный ряд с 1971 г. Из пакета валют, сформировавших евро), European Central Bank.

Указанные циклы формируются с начала 1970-х гг., с момента перехода доллара США к свободному плаванию относительно других валют и отмены его обмена на золото по фиксированным курсам.

Причины цикличности доллара (по оценке) – длинные бизнес-циклы экономики; связанные с ними изменения денежно-кредитной и процентной политики; на этой основе – изменения дифференциала долгосрочных процентных ставок в ключевой паре «доллар – евро»⁷⁵. Цикличность доллара доказывается на фундаментальном уровне⁷⁶.

Особенности длинных циклов – они «уплощаются», растягиваются, размах колебаний (от верхней до нижней точки) падает.

Причины – а) **устойчивый тренд сокращения ссудного процента** и, соответственно, дифференциала между процентными ставками США – ЕС (см. раздел 5); б) с 2008–2010-х гг. **модификация антициклической политики центральных банков**, широкая практика количественных смягчений и политики низкого процента «не по циклу», рост процента в очень небольших пределах, утрата в значительной степени маневрирования процентом как инструментом массированного воздействия на деловую активность); в) **многолетний тренд к нормализации глобальных финансов как системы после вспышки их волатильности** в начале 1970-х гг., вызванной демонетизацией золота и переходом к «бумажному миру», **успокоение колебаний системы в течение полувека** (это можно показать на физических аналогах).

Прогноз на 2030–2035 годы. С наибольшей вероятностью – растягивание во времени (вместо 15–17 лет), уплощение третьего длинного цикла в паре «доллар – евро».

Вместе с тем, с высокой вероятностью, в 2020-х годах может возникнуть **длинный тренд к ослаблению доллара к евро как часть третьего цикла**, с различимыми последствиями для глобальных финансов (рост мировых цен на сырьё и другие экспортные товары, котируемые в долларах США, частичное укрепление позиций евро как резервной валюты № 2).

75 До введения евро – «доллар – немецкая марка», «доллар – корзина европейских валют».

76 *Rosenberg M.R. Deutsche Bank Guide to Exchange-Rate Determination. A Survey of Exchange-Rate Forecasting Models and Strategies. Deutsche Bank, May 2002; Rosenberg M.R. A Dollar Equilibrium Exchange Rate: A Market View / Dollar Overvaluation and the World Economy, ed. C. Fred Bergson and John Williamson. Wash.: Institute for International.*

7.6. «Коллективизация» валют

Рост глобализации (экономика, финансы, от него никуда не деться), расширение международного финансового регулирования ведут из мира частных валют к их «коллективизации» (механизмы согласованного движения / привязки курсов валют, валютные зоны, валютные советы, коллективные валюты).

Финансовая история содержит множество следов валютных блоков по мере того, как страны пытались интегрироваться, а затем их союзы распадались.

Крупнейший пример **современного монетарного союза**, создавшего коллективную валюту – **еврозоны**, с обращением в ней **евро**.

Национальные валюты, используемые как «коллективные». Современные **вкрапления национальных валют**, используемых как **коллективные на основе формальных соглашений**, существуют десятилетия:

- **фунт стерлингов** (*остатки стерлинговой зоны*) (Великобритания + часть британских заморских территорий);
- **доллар США** – «коллективная валюта» для 3-х ассоциированных с США юрисдикций⁷⁷;
- **южноафриканский рэнд** (4 юрисдикции)⁷⁸.

Сконструированные коллективные валюты. Движение к тому, чтобы валютными зонами и региональными коллективными валютами стала охватываться **всё более значительная часть стран** – новация, связанная с глобализацией 1970–2000-х гг.

Их можно классифицировать: а) **существующие**; б) **планируемые**, в отношении которых есть формальные соглашения о создании (при этом шансы на то, что они будут реально введены в оборот, – от самых высоких до минимальных); в) **валюты – концепции, идеи**.

«Мировая» валюта – СДР, специальные права заимствования (с 1969 г.).

77 Compact of Free Association, Section 251 (1986, amended in 2003).

78 Единая валютная зона (Common Monetary Area (CMA) (1974 г.). См., например: *Grandes Martin*. Macroeconomic Convergence in Southern Africa: The Rand Zone Experience. OECD Development Centre, Working Paper No. 231, December 2003; *Nchake M.A., Edwards L., Rankin N.* Closer Monetary Union and Product Market Integration in Emerging Economies: Evidence from the Common Monetary Area in Southern Africa // *International Review of Economics & Finance*, Volume 54. March 2018. P. 154–164.

Региональные коллективные валюты – уже существующие:

- евро с 1999 г. (еврозона включает 19 стран – часть членов Европейского Союза);
- остаточная зона «франка», распавшегося на две местные коллективные валюты (14 стран Африки) – западноафриканский франк (предполагается, что уйдёт из обращения в 2020 г., будет заменён новой валютой «эко») и центральноафриканский франк⁷⁹;
- Восточнокарибский доллар (8 юрисдикций)⁸⁰;
- Азиатский клиринговый союз (9 стран)⁸¹ использует для платежей расчётные денежные единицы AMU (*Asian Monetary Unit*), приравненные к доллару США и евро;
- Арабский валютный фонд (22 страны) использует аналог СДР – арабский учётный динар (*Arab Accounting Dinar (AAD)*) в твёрдом курсовом соотношении с СДР (как и в случае с СДР, обсуждались идеи выпуска коллективной валюты на базе AAD);
- южноамериканская валюта – сукре (*sucre*)⁸², использовалась в середине 2010-х гг. в клиринге и безналичных платежах стран ALBA (платёжная система включала 6 стран). По оценке – умирающая валюта.

Региональные коллективные валюты, имеющие значимые шансы на появление:

- 79 Западноафриканский экономический и валютный союз, 8 стран (West African Economic and Monetary Union) (WAEMU), валюта – западноафриканский франк (1994 г.); Экономическое сообщество стран Центральной Африки (Central African Economic and Monetary Community) (CEMAC), валюта – центральноафриканский франк (1994 г.). Валюты привязаны к евро, гарантированы Банком Франции. В зоне созданы центральные банки, находящиеся в собственности стран – членов зоны (Central Bank of West African States (BCEAO), The Bank of Central African States (BEAC)). Ожидается, что с 2020 г. западноафриканский франк будет заменён новой коллективной валютой – эко (Eco), привязанной к евро, с гораздо большей отделённостью от Банка Франции, чем это было для западноафриканского франка.
- 80 Восточнокарибский валютный союз (Eastern Caribbean Currency Union). В зоне создан общий центральный банк (Eastern Caribbean Central Bank).
- 81 Asian Clearing Union (1974) (страны Южной Азии, механизм клиринга и взаимных расчётов), аналог Европейского платёжного союза (European Payments Union), существовавшего в 1950-е гг. См., например, Asian Clearing Union Annual Report 2018. 181 p.
- 82 Unitary System of Regional Compensation. Введена в 2009 г. в качестве альтернативы доллару США, под надзором созданного для этого международного института (Региональный валютный совет (SUCRE Regional Monetary Council) как международная расчётная единица для клиринга и расчётов между странами – членами ALBA (Bolivarian Alliance for the People of Our America).

- **эко** («Есо» – валюта в рамках Западноафриканского экономического и валютного союза (8 стран)⁸³, планируется ввести с 2020 г.;
- **восточноафриканский шиллинг** (единая валюта Восточноафриканского валютного союза, Восточноафриканское сообщество, 6 стран), планируется ввести с 2024 года⁸⁴.

Потенциальные коллективные валюты и обсуждаемые концепции валют для ближайших десятилетий:

- **халиджи** (*khaleeji*) (валюта стран – членов Совета сотрудничества арабских государств Персидского залива в рамках Валютного союза Залива)⁸⁵ (4 страны из его состава). Не состоялось введение этой валюты в обращение в 2015 г., не был создан совместный центральный банк (слишком велики конфликты интересов). Проект находится в вялотекущем состоянии, временные рамки его завершения неопределённые.
- **азиатская валютная единица** (AMU) в рамках Азиатского валютного союза (AMU)⁸⁶; **азиатская валютная единица** (ACU)⁸⁷; **другие**

83 West African Monetary Zone (WAMZ) (2000 г.), в 2000 г. создан Западноафриканский валютный институт (West African Monetary Institute) как основа будущего совместного центрального банка. См.: The West African Monetary Zone (WAMZ) Payments System Development Project. African Development Bank, July 2010.

84 East African Monetary Union (EAMU). Учреждён в 2013 г. (Protocol on the Establishment of the East African Monetary Union, 30 November 2013, signed by 6 countries). См. также: The East African Monetary Union: Ready or Not? Kigali: United Nations Economic Commission for Africa Sub-Regional Office for Eastern Africa, 2018. 43 p.

85 Cooperation Council for the Arab States of the Gulf (CCASG). См.: *Khalid Bin Rashid Al Khater. The Monetary Union of the Gulf Cooperation Council and Structural Changes in the Global Economy: Aspirations, Challenges and Long-term Strategic Benefits.* Arab Center for Research and Policy Studies, May 2012; *Takagi S.* ADBI Working Paper Series Establishing Monetary Union in the Gulf Cooperation Council: What Lessons for Regional Cooperation? Tokyo: Asian Development Bank Institute. ADBI Working Paper 390. October 2012. 22 p.

86 Asian Monetary Unit (AMU), искусственная денежная единица, калькулируется из корзины 13 валют стран, участвующих в Инициативе Чиангмай (Chiang Mai Initiative, 2000 г.) (см. выше), по аналогии с экю. Концепция Азиатского валютного союза (Asian Monetary Union) периодически обсуждается. См., например: *Eichengreen Barry.* International Monetary Arrangements: Is There a Monetary Union in Asia's Future? Brookings Institution, Spring 1997.

87 Asian Currency Unit, см., например: *Pontines, V., You K.* The Asian Currency Unit, Deviation Indicators, and Exchange Rate Coordination in East Asia: A Panel-Based Convergence Approach. Tokyo: Asian Development Bank Institute, ADBI Working Paper 550, October 2015. 25 p.; *Kawai, M.* Asian Monetary Integration: A Japanese Perspective. Tokyo: Asian Development Bank Institute, ADBI Working Paper 475, 2014. 34 p.

варианты – Восточноазиатский валютный союз⁸⁸, общая валюта стран Южной Азии⁸⁹, Австралазийский монетарный союз⁹⁰; коллективная валюта Австралии и Новой Зеландии (доллар ANZAC)⁹¹;

- Североамериканский валютный союз (валюта – **амеро** (*amero*));⁹²
- **гаучо** (*gaucho*)⁹³ как коллективная валюта стран МЕРКОСУР (6 стран);
- **афро** (*afro*) (в рамках Африканского валютного союза (*African Monetary Union*), ориентир на создание Африканского центрального банка к 2028 г., в итоге – создание коллективной валюты (*Abuja Treaty Establishing the African Economic Community* (АЕС) of 1991), проект Африканского Союза (*African Union*, 55 государств)⁹⁴.

Имеет шансы стать «коллективным» рубль (Россия + ЕАЭС) (либо иная коллективная валюта, созданная для клиринга и расчётов в ЕАЭС).

- 88 Многочисленные дискуссии, см. например: *Lee Jong-Waa, Barro Robert J. East Asian Currency Union. Korea University, Harvard University, October 2006.*
- 89 Переход к общей валюте предложен Индией в 2004 г. См., например: *Sweta Chaman Saxena. Can South Asia Adopt a Common Currency? University of Pittsburgh, October 2004; Hari Bansh Jha. Introducing Common Currency in South Asia. Vivekananda International Foundation. June 30, 2017, URL: <https://www.vifindia.org/article/2017/june/30/introducing-common-currency-in-south-asia>; *Gauchan B., Sarin V. Is South Asia an Optimum Currency Area? // Journal of Economic Integration. Vol. 33 No. 3. September 2018. P. 572–603.**
- 90 *Coleman A. Three Perspectives on an Australasian Monetary Union. Reserve Bank of Australia, 2001; Submission to the inquiry of the Productivity Commissions of Australia and New Zealand on strengthening economic relations between Australia and New Zealand. Reserve Bank of New Zealand, May 2012. URL: <https://www.pc.gov.au/submission-counter/sub012-transtasman-review>.*
- 91 *Grimes A., Bowden Roger J., Holmes Frank W. An ANZAC Dollar? Currency Union and Business Development. Wellington: Institute of Policy Studies, 2000.*
- 92 *Cohen Benjamin J. North American Currency Union: A United States Perspective. University of California, June 2004; Courchene Tomas J. A Canadian Perspective on North American Monetary Union. American Economic Association // ASSA Annual Meetings, New Orleans, January 5, 2001; Chriszt Michael. Perspectives on a Potential North American Monetary Union. Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review, Fourth Quarter 2000.*
- 93 Введение коллективной валюты предусмотрено протоколом, подписанным Бразилией и Аргентиной в 1987 г. См.: *Kronberger Ralf. Do the MERCOSUR Countries Form an Optimal Currency Area? Ph.D. Dissertation, Leopold-Franzens-Universitat Innsbruck, May 2001.*
- 94 *Asongu S., Nwachukwu J.C., Tchamyou V.S. A Literature Survey on Proposed African Monetary Unions // Journal of Economic Surveys June 2017, P. 1–25.*

Кризис 2007–2009 гг. вновь вызвал дискуссию о создании мировой валюты на базе СДР или новой денежной единицы (банкор (*bankor*)), о формировании глобальной резервной системы⁹⁵.

Волна дискуссий, попыток официальных решений в части указанных выше валют приходится на конец 1990-х – 2000-е годы. Была вызвана созданием и успешным внедрением евро.

В 2010-х годах они сошли на нет, перешли в область маргинальных взглядов и разовых академических исследований абстрактного толка. Одна из причин – европейский долговой кризис середины 2010-х гг., проблемы коллективных валют, которые он ярко продемонстрировал.

Этим дискуссиям суждено продолжаться и впредь по мере развития глобализации, при новых вспышках финансовых кризисов.

Время перехода в практическую плоскость – 50–100 лет.

7.7. Динамика валютных режимов

Анализ данных о динамике валютных режимов в 2001–2018 годах содержится в табл. 12. К настоящему времени сложились следующие **долгосрочные тренды**:

- а) рост «заимствований» чужой валюты вместо выпуска собственной (доля таких государств выросла с 3,7% в 2001 г. до 6,8% в 2018 г. – при числе государств, по которым ведёт учёт МВФ, колеблющемся вокруг 190);

Таблица 12.

Тренды в валютных режимах⁹⁶

Валютный режим	ЧИСЛО СТРАН, ЕД.				ЧИСЛО СТРАН, %			
	2001	2005	2010	2018	2001	2005	2010	2018
В обращении валюта другой страны	7	9	12	13	3,7	4,8	6,3	6,8
Коллективная валюта	32	32	36	39	17,2	17,1	19,0	20,3

95 См., например: Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System. United Nations, September 21, 2009.

96 IMF Annual Reports on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. 2000–2018.

Валютный совет	8	7	7	5	4,3	3,7	3,7	2,6
Привязка курса национальной валюты к другой валюте или корзине валют	59	51	61	75	31,7	27,3	32,3	39,1
Плавающий курс национальной валюты	80	88	52	47	43,1	47,1	27,5	24,5
Прочие валютные режимы	x	x	21	13	x	x	11,2	6,7
Итого	186	187	189	192	100,0	100,0	100,0	100,0

- б) свыше 20% стран в 2018 г. входят в **режимы коллективной валюты**, в 2001 г. – 17,2%, меньше (табл. 12) (рост за счёт зоны евро, при этом «взрыва» в создании коллективных валют, обсуждаемого и предполагаемого в 2000-х годах, не случилось; слишком велики конфликты интересов и слабы механизмы интеграции между странами (см. подраздел 7.6);
- в) **сокращение доли валют с плавающим курсом** с начала 2010-х гг. (видимо, реакция на глобальный кризис 2008–2009 гг. и европейский долговой кризис); и, наоборот, **рост доли валютных режимов, в которых курс национальной валюты привязывается к другой валюте или корзине валют** (табл. 12).

Некоторая **делиберализация**, расширение числа валют с управляемым курсом, в привязке к доллару США, евро или корзине валют. Доля валют с плавающим курсом, если учесть страны еврозоны (евро как коллективная валюта – свободно «плавает»): 2001 г. – 43,1% стран, 2005 г. – 47,1%, 2010 г. – 36,0%, 2018 г. – 34,4% (табл. 11).

7.8 Мировая резервная система – прогноз на 2030–2035 гг.

Эволюция. Наиболее вероятный сценарий изменений мировой резервной системы до 2030–2035 гг. – эволюция, а не революция. Любые марш-броски неизбежно вызывают масштабные потрясения в глобальных финансах (как это было в начале 1970-х гг.).

Структурные изменения. Структура мировой резервной системы, хотя и будет основываться на сегодняшней, претерпит значимые изменения. Мировая резервная система станет **мультиуровневой**.

Произойдёт её смещение к **двухуровневой**.

Две-три валюты, выполняющие роль резервных на мировом уровне, плюс несколько региональных валют, играющих ту же роль

на периферии глобальной экономики. При свободном глобальном рынке этих валют и постепенном усилении международного финансового регулирования.

С высокими шансами, **несколько эмиссионных центров** (доллар, евро и третий, складывающийся в Азии) будут конкурировать за статус резервной валюты де-факто и за право получать сеньораж.

Мировая коллективная резервная валюта (СДР или на иной базе) создана не будет.

Иерархия. Ядром мировой резервной системы по-прежнему останется доллар США (хотя его доля в глобальных финансах уменьшится).

В качестве **второй по значимости резервной валюты сохранится евро**.

Высока вероятность появления **третьей резервной валюты**, родом из Азии.

Циклы. Впереди длинные циклические колебания внутри пары «доллар США – евро», хотя и в смазанной, уплощённой форме, которые будут влиять на сферу распространения (см. подраздел 7.5). При усилении доллара к евро – расширение роли доллара США как резервной валюты, и наоборот.

Золото. Продолжит свой путь превращений в обычный товар, утрачивающий монетарный оттенок.

Доллар США будет иметь наибольшую долю в глобальных финансах (до 40–50%, сегодня – 50–60%).

Доля доллара США уменьшится во всех сегментах глобальных финансов. Прогнозируемая доля доллара США в валютных резервах стран мира – 50–55%, в расчётах в мировой торговле (в т. ч. как валюты контрактов) – 40–45%, в расчётах за нефть – 75–80%.

Предсказания **краха доллара** – в основном, спекуляции (политически мотивированные, маргинальные взгляды). Вместе с тем исследования в этой области (анализ стресс-сценариев) будут продолжаться⁹⁷.

Евро останется резервной валютой номер два. Его доля в глобальных финансах может достичь 15–20% (сейчас 20–25%).

Прогнозируемая доля евро в валютных резервах стран мира – 13–20%, в расчётах в мировой торговле (в т. ч. как валюты контрактов) – 20–25%.

97

Eichengreen B. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System. New York: Oxford University Press, 2011. 224 p.

Третья «ключевая» резервная валюта появится в течение 10–15 лет с вероятностью 60–70%. На эту роль будет претендовать, прежде всего, **юань** (в меру рыночности Китая). В гораздо меньшей мере – **иена**, вернувшаяся к своей роли 1970-х гг., или коллективная валюта, основанная на резервном пуле азиатских стран (и то, и другое – шансы минимальны).

Ниша такой «третьей» валюты в глобальных финансах – до 10–15%.

Старые валюты развитых стран будут использоваться как средство диверсификации и в качестве «тихой гавани» в моменты шоков. Рыночная ниша иены составит 4–6%, **британского фунта стерлингов** – не более 3–4%, **швейцарского франка** – до 1–2%.

Совокупная доля в глобальных финансах «прочих валют» (не включая юаня) станет выше.

Коллективные валюты. Их роль будет стабильна (подраздел 7.6).

Шансы на то, что появятся несколько новых коллективных валют (арабский мир, Латинская Америка, Африка), невелики, слишком остры конфликты интересов между странами.

Региональные «резервные» валюты. Будут выделяться из состава существующих, в меру изменения соотношения экономических сил между странами. Перспективна индийская рупия. В общей сумме будут занимать до 5% в глобальном обороте (2-й уровень мировой резервной системы).

На постсоветском пространстве есть шансы у рубля (если Россия сможет перейти к стабильно высоким темпам экономического роста).

Валютные режимы. Не произойдёт ярко выраженной финансовой либерализации с быстрым увеличением числа и доли валют, находящихся в свободном плавании.

Валютные режимы (табл. 11) будут относительно стабилизированы.

Прогнозируемое распределение валютных режимов:

- в обращении валюта другой страны – 4–7% стран,
- коллективная валюта – 20–25%,
- валютный совет – 1–3%,
- привязка курса национальной валюты к другой валюте или корзине валют – 25–40%,
- плавающий курс национальной валюты – 25–35%,
- прочие валютные режимы – 5–10%.

Шансы юаня как резервной валюты. Одно из распространённых мнений в том, что **третьей резервной валютой**, сопоставимой с долларом США и евро, может стать юань.

«Доллар США потеряет своё превосходство. Сегодняшняя централизованная глобальная денежная и финансовая система эволюционирует в мир множественных резервных валют и финансовых центров влияния, зеркально отражая когда-то произошедший сдвиг от британского фунта стерлингов к доллару США как резервной валюте... евро и юань всего вероятнее приобретут подобное значение, вместе с долларом США с тем, чтобы покрыть мировой спрос на резервные валюты и безопасные активы»⁹⁸.

Это мнение – слишком раннее. По оценке, юань сможет стать «третьей» резервной валютой только при условии более глубокого проникновения рыночных отношений в экономику Китая и перехода к свободному плаванию юаня вместо администрируемого валютного курса.

Кроме того, Китай может «остановиться», резко снизить темпы роста (повторение истории Японии конца 1960-х – 1970-х гг.).

Доля юаня в глобальных финансах пока минимальна (как «товара» на валютном рынке – 2%, как валюты международных расчетов – 1,6%, как резервной валюты – 1,2%)⁹⁹.

98 The Global Financial and Monetary System in 2030. Geneva: World Economic Forum, Global Future Council on Financial and Monetary Systems, 2018. P. 6.

99 The International Role of Euro. European Central Bank. June 2018. P. 5.

8. Финансовое будущее: структурные изменения

8.1. Институционализация финансовых рынков отдельных стран

Как указывалось, **глобальные тренды (раздел 6)**:

- сохранение разрыва в финансовой глубине между развитыми и развивающимися экономиками (за исключением тех стран, где осуществляется финансовый форсаж);
- сокращение этого разрыва, опережающая динамика финансовой глубины развивающихся экономик.

Многолетний тренд нарастания финансовой глубины (**раздел 6**) хорошо демонстрируется **институционализацией (появлением на финансовой карте мира) новых финансовых рынков, переходом части рынков из категории «развивающихся» в группу «развитых».**

В 1975 г. Всемирный банк осуществлял статистическое наблюдение по 20 рынкам акций, в 1988 г. – по 50 рынкам (23 развитых и 27 развивающихся и «на фронтире»), в 2000 г. – по 72 рынкам (в том числе 23 развитых), в 2018 г. – по 64 рынкам (21 развитому и 43 развивающимся и «на фронтире»)¹⁰⁰.

В 1975 году в число развитых / индустриальных входили 22 страны, в 2018 году – 39 стран¹⁰¹ (не включая ряда карликовых государств, таких, как Андорра, Сан-Марино, Монако и т. п.). Каждая из этих стран формирует развитый финансовый рынок (*developed market*).

Будущее. 2030–2035. Многолетний тренд институционализации новых рынков продолжится и в будущем (с замедляющейся скоростью).

Подтвердится также тренд, в рамках которого всё большее число финансовых рынков переходит в категорию зрелых, развитых.

100 World Bank Country Database 1988–2018, Market Capitalization of Listed Companies (% of GDP).

101 IMF World Economic Outlook Database October 2018.

Развивающиеся экономики. Произойдёт переход 10–15 развивающихся экономик в категорию «развитых». До **50–55** увеличится число **развитых финансовых рынков** (за счёт переходных экономик Европы, «новых индустриальных экономик»).

Значительно увеличится финансовая глубина развивающихся экономик. **Экспортно-ориентированные страны**, сделавшие ставку на модернизацию, оставаясь в кластере **развивающихся рынков** (*emerging markets*), вплотную подойдут к **группе «развитых»** (по финансовой глубине экономики и уровню рисков). В их числе – часть стран группы БРИКС.

Появятся **7–10 новых рынков «на фронтире»** (африканские страны, исламские рынки). **10–15 современных рынков «на фронтире»** перейдёт в категорию **«развивающихся»** (постсоветское пространство, Восточная и Южная Азия, исламские рынки).

Либерализация экономик приведёт к «размораживанию» или созданию с «нуля» **5–7 финансовых рынков** («страны – изгои», «государства – банкроты», авторитарные государства Латинской Америки, постсоветское пространство).

8.2 Мировая финансовая архитектура: мультиполярность

Ядро мировой финансовой архитектуры. Современное ядро – США (финансовые центры – Нью-Йорк и Чикаго) + Великобритания (финансовый центр – Лондон) + британские офшоры (+ Ирландия и Мальта).

В качестве мировой резервной валюты № 1 – доллар США (см. **раздел 7**). Ведущий регулятор / центральный банк мира – по-прежнему Федеральная резервная система (США).

Иначе говоря, **ядро – англо-саксонская модель**.

Статистическое подтверждение дано в **табл. 13** (ранее, в **табл. 11**).

Несмотря на **постепенное убывание доли США** и связанных с ними **активов и оборотов** в глобальных финансах в **1990–2018 годах**, по-прежнему **доля США – от четверти до 60%** в различных сегментах финансового мира.

Таблица 13.

Роль США в глобальных финансах

ПОКАЗАТЕЛЬ*	1990	2000	2007	2008	2018	2030– 2035 (про- гноз)
Доля США в мировом ВВП в текущих ценах, %	25,3	31,0	25,5	25,2	24,2	15–20
Доля США в глобальных финансовых активах, %	36,0 (1993)	40,0 (1999)	31,1	30,8	26–28 (оценка)	20–25
Доля США в мировом золотом запасе (международные резервы стран мира)	22,9	24,3 (1999)	н/д	26,4 (2010)	23,8	20–25
Доля бирж США в мировом биржевом обороте по акциям, %	32,0	63,9	51,3	62,2	42,1	30–45
Доля рынка США в суммарной капитализации мировых рынков долговых ценных бумаг, %	46,6 (1993)	48,5	41,4	41,2	37,4	20–35
Доля бирж США на рынках биржевых деривативов, %	60,6 (1991)	57,2	52,7	51,5	н/д	35–50
Доля доллара США во внебиржевых процентных деривативах, %	27,5 (1998)	30,0	33,0	33,7	38,7	30–35
Доля доллара США во внебиржевых валютных деривативах, %	43,5 (июнь 1998)	45,1 (июнь 2000)	41,7 (2005)	42,2 (2010)	44,2	38–45
Доля доллара США в раскрытых валютных резервах стран мира, %	59,0 (1995)	71,1	64,1	64,2	61,7	50–55

* Доли США рассчитаны по следующим показателям: мировой ВВП в текущих ценах, в долл. США – по IMF Economic Outlook Database 2009–2019; глобальные финансовые активы – McKinsey Global Institute, 2006–2009 Capital Markets Annual Reports; мировой биржевой оборот по акциям – по биржам – полным членам Всемирной федерации бирж, World Federation of Exchanges Annual Reports; суммарная капитализация мировых рынков долговых ценных бумаг (кроме международных выпусков) – по BIS Quarterly Reviews 1995–2019; нарицательная стоимость биржевых и внебиржевых деривативов, по которым открыты позиции, – по BIS Quarterly Reviews 1995–2019; распределённые валютные резервы мира – по IMF COFER 1995–2019; золотые запасы – World Gold Council. Quarterly Gold and FX Reserves 2000–2019.

Ещё одно статистическое подтверждение предлагается в табл. 14

Таблица 14.

Динамика активов финансовых корпораций по странам и группам стран мира*

СТРАНА	Активы финансовых корпораций		
	2002	2010	2017
Всего мир, трлн долл.	127,4	251,2	377,8
Всего мир, %	100,0	100,0	100,0
в т.ч.			
Развитые экономики, %	97,6	88,6	79,7
из них			
США	34,1	28,5	25,6
Великобритания	7,4	12,1	8,4
Германия	9,4	6,2	4,8
Франция	5,3	5,6	4,6
Ирландия	0,6	1,8	1,6
Каймановы острова	н/д	1,6	2,1
Япония	20,6	10,2	9,4
Южная Корея	1,7	1,8	1,8
Гонконг	0,8	0,9	1,1
Сингапур	0,8	0,8	0,8
Развивающиеся экономики	2,4	11,4	20,3
из них			
Китай	0,7	7,9	15,0
Ядро – англо-саксонская модель (США + Великобритания)	41,5	40,6	34,0
Еврозона (без Ирландии)	26,6	26,7	22,1
Азиатское ядро (Япония + Южная Корея + Гонконг + Сингапур + Китай)	24,6	21,6	28,1

* Расчёты по: Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018, Financial Stability Board. В рамках этого проекта в группу развитых экономик (advanced, developed) включены Бельгия, Франция, Германия, Ирландия, Италия, Люксембург, Нидерланды, Австралия, Канада, Каймановы острова, Гонконг, Япония, Корея, Сингапур, Швейцария, Великобритания, США. В группу развивающихся экономик – Аргентина, Бразилия, Чили, Китай, Индонезия, Индия, Мексика, Россия, Саудовская Аравия, Южная Африка, Турция.

Хотя доля **США** в глобальных активах финансовых корпораций снизилась с 34,1% в 2002 г. до 25,6% в 2017 г., эта страна по-прежнему остается крупнейшей в этой части, **ядром (табл. 14)**.

Размеры ядра – англо-саксонской модели «США + Великобритания» сократились от 41,6% глобальных активов финансовых корпораций в 2002 г. до 33% в 2017 г.

Тем не менее, это именно ядро. В конфигурации «США + Великобритания + Ирландия + Каймановы острова (британский офшор)» его размеры составили от примерно 43% глобальных активов финансовых корпораций в 2002 г. до 36,7% в 2017 г.

Второй уровень мировой финансовой архитектуры формируется двумя ядрами меньшего размера:

- **Евразона / Европейский Союз**, или так называемая «**континентальная модель**», более консервативная в финансовой и монетарной политике, в большей мере основанная на банках, долгах, крупных участиях в капиталах, нежели чем на раздробленной собственности, финансовых рынках, капитализации компаний на рынках акций и финансовых инновациях¹⁰².

Доля еврозоны – 15–25% (до 30%) в отдельных сегментах глобальных финансов.

В частности, доля еврозоны в глобальных активах финансовых корпораций (за вычетом Ирландии) составляла 26,6% в 2002 г. и 22,1% в 2017 г. (**табл. 14**).

Доля Германии и Франции как основных финансовых составляющих еврозоны постепенно падает (**табл. 14**), особенно Германии. Если в 2002 г. эти две страны формировали 14,7% глобальных активов финансовых корпораций, то в 2017 г. – 9,4%. Доля Германии упала примерно вдвое.

Евразону как второе по значимости ядро глобальных финансов стоит – в рамках континентальной модели – рассматривать и в более широком смысле, с учётом теснейших связей с «примыкающими» странами, в которых приняты иные валюты (Швейцария, скандинавские финансы – Норвегия, Дания, Швеция).

В качестве **ключевых финансовых центров** – Германия (Франкфурт-на-Майне), Франция (Париж), Люксембург, Нидерланды (Амстердам – Роттердам).

102

Детальную характеристику моделей финансовых систем см. в кн.: *Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития*. М.: Альпина Паблишер, 2002. С. 196–225; *Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски*. М.: Кнорус, Телеос, 2011. С. 73–76.

Внутри этого ядра – **крупнейший центр прямых инвестиций** – Нидерланды (по сути, офшор, хотя никогда официально им не признавался) + офшоры (Швейцария, Люксембург, Андорра, «славянский» офшор – Кипр, нидерландские офшоры + Монако, Лихтенштейн). Особый сегмент внутри этого ядра – скандинавский, с вкраплениями иных валют, чем евро (страны Скандинавии + Балтии). Мотор регулирования и монетарной политики, № 2 в мире – Европейский центральный банк (ЕЦБ), Европейская система центральных банков.

- **Азиатское** (преимущественно в Восточной Азии) **ядро глобальных финансов**, основанное на смешении/ синергии **азиатской модели** финансовых рынков (**Япония, Южная Корея, Тайвань**), **полуадминистративной модели Китая** и **модели, имеющей англосаксонские корни** (Гонконг и Сингапур как офшоры).

Доля в различных сегментах глобальных финансов – как правило, 15–25%, в 2017–2018 годах – ещё выше. Растёт в сравнении с другими ядрами глобальных финансов с опережением – за счёт феноменального роста финансов Китая. Та часть ядра, которая относится к развитым экономикам, сокращается за счёт Японии (**табл. 14**).

Размеры азиатского ядра увеличились с 24,6% глобальных активов финансовых корпораций в 2002 г. до 28,1% в 2017 г. (**табл. 14**).

Ключ к азиатскому ядру – Китай, его финансовый форсаж (см. **пункт 6.3**). Доля Китая в глобальных активах финансовых корпораций взлетела с 0,7% в 2002 г. до 15% в 2017 г. (**табл. 14**). Если учитывать Гонконг, «спаренный» с Китаем, то с 1,5% в 2002 г. до 16,1 в 2017 г.

Региональные ядра третьего порядка:

- исламские финансы (в центре – **Турция, монархии Персидского залива**, крупный офшор – **Дубай**);
- Восточная Европа (в центре – **Россия**, 0,8% глобальных активов финансовых корпораций в 2017 г.);
- латиноамериканское ядро (в центре – Бразилия, 1,4% глобальных активов финансовых корпораций в 2017 г., крупный офшор – Панама).

Рост доли развивающихся рынков в глобальных финансах. В 1980 г. на развивающиеся экономики приходилось 24,8% мирового ВВП (в долл. США, в текущих ценах)¹⁰³. На долю развивающейся Азии – 6,7%. Сегодня мир изменился. В 2014 г. 39,3% мирового ВВП, в 2018 г. – 39,7% создано в тех странах, которые нельзя назвать

индустриальными. 22,5% мирового ВВП – в развивающейся Азии (МВФ). В три раза больше, чем треть века назад. И это без учёта азиатских «новых тигров», которые давно причислены к числу развитых стран.

Развивающиеся экономики формируют примерно 20% глобальных финансов (2–4% в 2002 г.), азиатские (Китай, Япония, «азиатские тигры» и другие) – не менее четверти (табл. 14).

Мультиполярность. Будущее. Картина финансового мира 2030–2035 гг.:

- формирование мультиполярной, трёхуровневой архитектуры глобальных финансов с 4–5 региональными кластерами на промежуточном уровне (группами стран, относительно замкнутых экономически и финансово на самих себя);
- на горизонте до 2030–2035 гг. можно ожидать, что доля развитых экономик сократится до 65–70% глобальных финансов, развивающихся экономик – вырастет до 30–35% (табл. 14);
- азиатские экономики будут формировать не менее трети глобальных финансов (табл. 14);
- как следствие, будут выше роли моделей финансирования экономики, альтернативных англо-саксонской, основанных на концентрированной собственности и высокой роли государства (азиатская, «bank-based», исламские финансы и т. п.). Вырастет значение смешанных моделей финансовых систем, соединяющих в себе черты «основанных на рынке» (*market-based*) и «основанных на банках» (*bank-based*) и «на долгах» (*debt-based*) (конвергенция моделей).

Децентрализация и интеграция. В глобальных финансах будут сочетаться два долгосрочных противоположных тренда: **децентрализация и интеграция**¹⁰⁴.

В 2020–2035 гг. будет усиливаться объективный процесс выстраивания более разноцветного, разнополюсного и многоуровневого финансового мира, чем тот, каким является бреттон-вудский.

Бреттон-Вудс – слишком концентрирован в одном финансовом центре, чтобы удержаться на плаву растущий, всё более сложный корабль глобальных финансов.

Англо-саксонское ядро. В центре глобальных финансов будет находиться, как и в 2010-х годах, **англо-саксонское ядро / модель финансирования, с международными финансовыми центрами в США и Великобритании**, при концентрации значительного

104

The Global Financial and Monetary System in 2030. Geneva: World Economic Forum, Global Future Council on Financial and Monetary Systems, 2018.

объёма денежных потоков и активов финансовых институтов **в офшорах**, прежде всего, **британских** (табл. 13, 14).

Доля англо-саксонской модели в финансовом посредничестве несколько снизится (до 25–30% глобальных финансовых активов).

США как финансовый центр. Доля США в глобальных финансовых активах будет колебаться в пределах 20–25% (2000 г. – 40%, 2008 г. – 31%, 2018 г. – 26–28% (оценка) (табл. 13, 14). Доля бирж США в мировом биржевом обороте по акциям снизится до 30–45% (в 2000-х годах – более 60%), на рынках биржевых деривативов – до 35–50% (в 2000-х годах – более 50%). Доля доллара США в распределённых валютных резервах мира снизится до 50–55% (в 2000-х годах – 65–70%). **Доля Великобритании будет сокращена до 4–5% глобальных финансовых активов** (табл. 13, 14).

Азиатское ядро в Восточной Азии (Китай, Япония, Корея) и Юго-Восточной Азии станет вторым по значению (20–25% глобальных финансовых активов), заместив собой зону евро.

В этой динамике **основная роль будет принадлежать Китаю** (до 15–20% глобальных финансовых активов).

Доли Японии и Южной Кореи может снижаться.

Зона евро станет третьим по значению ядром глобальных финансов, переместится на третье место с позиции № 2 (**Германия, Франция**, акцент на прямые инвестиции через **Бенилюкс**, 15–20% глобальных финансовых активов).

Региональные кластеры в финансах будут сформированы в **Восточной Европе, Латинской Америке** и в регионе **Ближнего Востока и Северной Африки**.

На финансовой периферии будут усиленно создаваться **офшорные зоны** (налоговый и регулятивный арбитраж).

В глобальный финансовый оборот будут вовлечены новые региональные рынки из числа стран, экономика которых находится «на фронтире» или в изоляции (Африка, Азия, Южная Америка).

Постсоветское пространство сохранит своё значение как крупная точка на финансовой карте мира, центр нечётко выраженных интеграционных процессов.

Изменение финансовой модели мира. Такое изменение станет итогом многолетних трендов (см. выше).

В конце XX – начале XXI вв. основные потоки денежных ресурсов аккумулировались и перераспределялись через ядро «США + Великобритания + офшоры».

К 2030–2035 годам г. всё большая часть денежных ресурсов будет концентрироваться и проходить через региональные кластеры – **второе (азиатское) и третье ядра (еврозоны) глобальных финансов**, а также **меньшие региональные ядра – (третий уровень) трёхуровневой финансовой архитектуры мира**. Произойдёт частичное «замыкание» на себя финансовых систем крупных регионов мира, основанное на интеграции их экономик и на росте в них внутреннего спроса.

Первое по значимости ядро глобальных финансов – англо-саксонская модель («США + Великобритания + офшоры») будет обслуживать **крупнейших** (финансовые посредники, эмитенты, потоки капитала).

Через неё будет происходить перераспределение денежных ресурсов между региональными кластерами, а также финансирование экономик США и Великобритании.

Англо-саксонская модель останется ключевой в мире в своих функциях портфельных инвестиций, ценообразования на финансовые и товарные (в части сырья) активы, управления рисками, финансовых инноваций, венчурного финансирования, ценообразования на товарные и финансовые активы, «естественного отбора» слабых экономик («горячие деньги», «мыльные пузыри», спекулятивные атаки, финансовые инфекции, бегство капиталов).

8.3 Изменение финансовой идеологии

Суть финансового посредничества. Эпоха сверхнизкого или даже отрицательного процента, последовавшая за кризисом 2007–2008 гг., шаг за шагом приводит к пересмотру базовой **концепции финансового посредничества**, заключающейся в том, что «деньги других людей» (*other people money*) привлекают ради их выгоды, и этими деньгами управляют, их вкладывают в другие активы с целью получения доходности для вкладчика / доверителя / страхователя / инвестора, сохранения и приращения его капитала.

Такое финансовое посредничество осуществлялось всеми типами финансовых институтов (банками и небанковскими).

Вместо этого начинает преобладать концепция оказания платных услуг по «техническому держанию» ликвидности «других людей» ради её номинальной сохранности. В этом случае процент может быть нулевым или отрицательным, а клиенты должны платить финансовым институтам за хранение ликвидности и за предоставление услуг по операциям с ней.

Ссудный процент. Всегда общепризнанной была идея, заключающаяся в том, что необходимо всегда достигать положительного реального (за вычетом инфляции) процента, что отрицательный или нулевой процент, как номинальный, так и реальный, искажает саму суть финансового посредничества, отрицательно влияет на экономику.

Сегодня всё больше усиливаются идеи «ровным счётом наоборот» – о допустимости отрицательного или нулевого процента и, как было указано выше, об изменении самой сути финансового посредничества.

Допустимость и роль инфляции. «Вечная» идея, всегда главенствующая в денежно-кредитной сфере, – о негативном влиянии инфляции, о стабильности цен как одной из ключевых задач центральных банков.

Любые позиции, связанные с тем, что управляемая, на низких уровнях инфляция, связанная с осторожным увеличением денежного предложения, способна разогревать экономики, способствовать выходу из кризиса и экономическому росту, рассматривались до кризиса 2008–2009 гг., скорее, как маргинальные.

Идеи обратные, противоположные, стали популярны и вошли в «mainstream» – теорию и практику сразу же после кризиса 2008–2009 гг.

Периметр и глубина финансового регулирования. Ещё одна распространённая до кризиса 2007–2008 гг. **концепция** связана с тем, что **часть финансовой индустрии должна быть слабо регулируемой или не регулируемой вообще**, потому что должна обладать возможностью принимать на себя сверхвысокие риски инноваций в реальном секторе и поставлять капиталы стартапам, в венчур, в высокотехнологичные отрасли, компаниям малой капитализации и т. п.

Этот набор идей будет подвергаться эрозии. Вместо него за основу принимается концепция «теневой банковской системы» (*shadow banking*), в рамках которой жёсткое, квазибанковское регулирование постепенно распространяется и на те сегменты финансового сектора, которые ранее не были прозрачны и слабо регулировались.

Финансовое дерегулирование, как одна из ключевых идей для финансовых рынков, процветала в 1980-х – начале 2010-х гг.

Ответом на мировой кризис 2008–2009 гг. стала противоположная идея, как «основа основ» – повсеместное **ужесточение финансового регулирования и максимальное, обязательное раскрытие информации** (обеспечение прозрачности) ради умиротворения рисков финансового сектора.

Де-факто отмена банковской тайны. Банковская тайна, тайна вложений клиента в любые институты и продукты финансового сектора – ещё одна «основа основ».

Де-факто её больше не существует. Причина – стремление государств обеспечить как можно более высокую собираемость налогов, борьба с офшорными низконалоговыми юрисдикциями (хотя возможность их существования признаётся), предупреждение отмывания денег и финансирования терроризма, противодействие коррупции и незаконному выводу капиталов из страны, обеспечения взыскания активов, находящихся за рубежом, по судебным решениям властей.

Практическую возможность отмены банковской тайны создала способность регуляторов обрабатывать массивы больших финансовых данных и обмениваться ими между странами.

Финансовая глобализация. В 1980-х – начале 2000-х гг. идеи и тренды, связанные с такой глобализацией, признавались как «ключевой набор» для будущего.

После кризиса 2008–2009 гг. значительно усилилась **глобализация в области финансового регулирования** (сотрудничество регуляторов, смысловое единство регулятивных сеток, накладываемых на финансовый сектор в различных странах; необходимость знать всё о зарубежных операциях домашних хозяйств и предпринимателей).

В части финансовых идей усилился тренд протекционизма (обострение конкуренции между странами – ведущими экономическими игроками, торговые войны, «борьба валют») и большей закрытости, изоляционизма финансовых систем отдельных стран (в частности, в связи с более широким применением санкций).

Цикличность идеологии. Будущее 2030–2035. Выше указывалось, что идеология имеет свои длинные циклы.

Достаточно велика (по оценке, 30–40%) вероятность того, что до 2030–2035 гг. часть рассмотренных «идеологических» трендов будет заменена на обратную.

Особенности финансовой идеологии на развивающихся рынках 2030–2035. На этих рынках, формирующих более высокие уровни риска и доходности в сравнении с развитыми, отстающих по уровню развития, могут сохраняться «старые», обычные концепции финансового посредничества («деньги других людей», привлекаемые ради их выгоды, ценность положительного реального процента, различное по тяжести регулирование для различных сегментов финансовой индустрии в зависимости от уровня рисков секторов экономики, которые через них финансируются).

Концепции «ценности банковских услуг при отрицательном проценте» или тотального «пробанковского» регулирования, или же более жёсткого финансового регулирования объективно мешали бы развиваться тем рынкам, которые находятся на ранних стадиях «финансовой зрелости». Выше риски, меньше интерес владельцев капитала, больше регулятивное время.

Таким образом, в глобальных финансах может сложиться «двухсекторная» (до известной степени) идеология финансового посредничества, несколько отличная для развитых и развивающихся рынков.

8.4 Многостороннее регулирование глобальных финансов

Тренды в финансовом регулировании, проявившиеся после кризиса 2007–2009 гг., являясь новыми на коротких горизонтах, тем не менее находятся в рамках длинных тенденций в регулировании глобальных финансов (они проявляются с середины XIX в.). Это позволяет оценивать «регулятивное» будущее на два – три десятилетия вперёд.

150-летний тренд – переход глобального финансового регулирования от разрозненных элементов и простых форм ко всё более сложной, системной архитектуре. Сложнее, масштабнее, взаимосвязаннее, с большей финансовой глубиной становится мировая экономика как объект. Ответ на это – связывание в систему, усложнение глобального финансового регулирования в меру роста и вслед за тем, как становится всё сложнее объект – мировая экономика. Отставание от роста объекта – неизбежные кризисы.

В основе этого тренда – многолетний (состоявшийся и прогнозируемый) рост влияния **развивающихся рынков**, увеличение их доли в мировой экономике и глобальных финансах (см. выше).

Впереди – развитие мультиполярной, 3–4-х уровневой системы глобального финансового регулирования, адекватной нарастающей степени сложности мировой экономики и глобальных финансов.

Вторые – третьи уровни регулирования, новые полюса будут прирастать, прежде всего, **развивающимися рынками**.

Будут созданы **10–15 новых наднациональных органов финансового регулирования**. Они будут действовать на глобальном уровне и в регионах мира, унифицировать рынки, осуществлять мониторинг и урегулирование системных рисков.

Всё большую роль в национальных системах регулирования будут играть международные стандарты, правила, соглашения, обмен данными между национальными регуляторами.

Этот тренд не прервётся, не будет носить циклического характера. Более детальный анализ трендов в регулировании глобальных финансов см. в разделе 10.

8.5 Секьюритизация, деривативы

Секьюритизация – многолетний тренд, выступающий в трёх «ипостасях»:

- **всё большее насыщение глобальной экономики и хозяйств отдельных стран ценными бумагами и деривативами** (как часть «финансового развития»), см. раздел 6, в т. ч. табл. 6. Индикатор «Рыночная капитализация компаний – резидентов, входящих в листинг / Мировой ВВП», несмотря на сбой в динамике и падение в кризис 2008–2009 гг. и в первые посткризисные годы, вырос с 30,9% в 1980 г. до 92,9% в 2018 г. и, по прогнозу, доберётся до 125–140% мирового ВВП к 2030–2035 годам (табл. 6). Аналогичен тренд по долговым ценным бумагам и деривативам (см. ниже);
- **всё большая доля ценных бумаг в структуре финансовых продуктов**, как обладающих лёгкостью оборота и способностью представлять / делать ликвидными любые виды финансовых и физических активов. Табл. 15 демонстрирует многолетний тренд сокращения доли неподвижных банковских депозитов в структуре глобальных финансовых активов в пользу роста доли ценных бумаг

Таблица 15.

Сдвиги в структуре глобальных финансовых активов, вызванные секьюритизацией*

ПОКАЗАТЕЛЬ – В ЦЕЛОМ ПО МИРУ	ДОЛЯ В ГЛОБАЛЬНЫХ ФИНАНСОВЫХ АКТИВАХ, %								
	1980	1990	2000	2007	2008	2020 (про- гноз)	2025 (про- гноз)	2030– 2035 (про- гноз)	
Банковские депозиты	45	39	31	29	34	27–32	25–30	22–28	
Ценные бумаги	55	61	69	71	66	68–73	70–75	72–78	
Итого глобальные финансовые активы	100	100	100	100	100	100	100	100	

* Структура активов в 1980–2008 гг. рассчитана по данным: Mapping Global Capital Markets. 2006–2009 Annual Reports. McKinsey Global Institute. По статье «Ценные бумаги» – сумма капитализации рынков акций, государственных, муниципальных и корпоративных облигаций

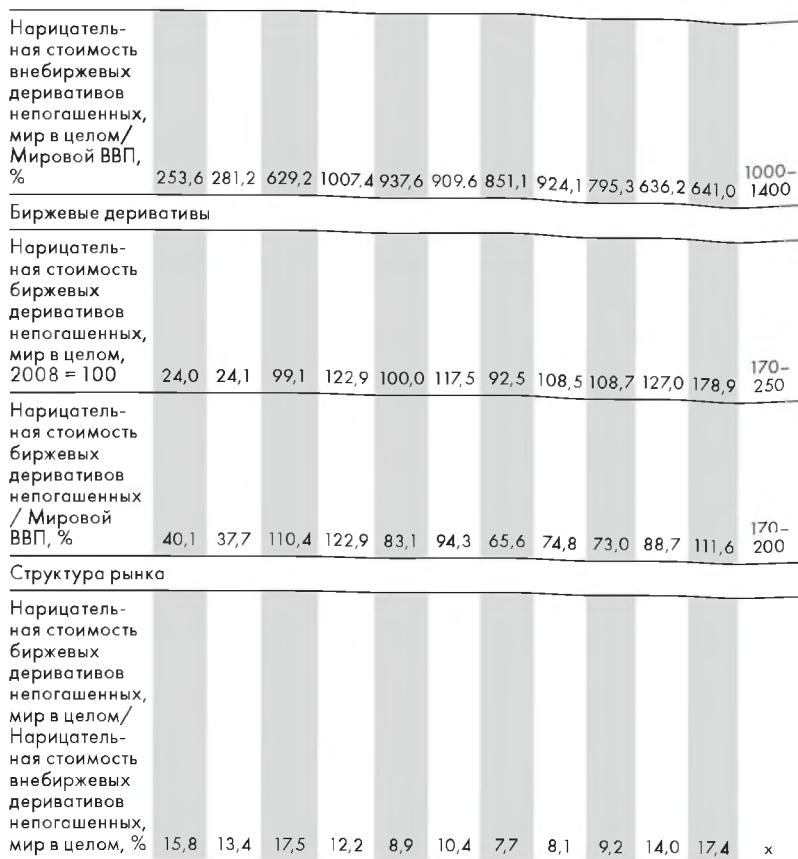
- всё большая **секьюритизация прав на активы и ресурсы** (или, что то же самое, **финансиализация активов**). Будут **секьюритизироваться**, превращаться в финансовые активы **права доступа к ресурсам** (сырьё, энергия, земля, чистая вода, воздух, рекреация, биомасса, информация). Пример – рынки квот на выбросы парниковых газов, энергетические биржи. **Цены на сырьё и другие ресурсы** будут в высокой мере формироваться **на финансовых рынках** (превращение товарных рынков в финансовые). Фундаментальные факторы реальной экономики будут действовать больше «на хвостах» или в своих экстремальных значениях (политические и военные конфликты), если только не будут происходить крупные качественные изменения / революции в технологиях и в составе потребляемых ресурсов. Как и в 2000-х – 2010-х будет высокой **корреляция цен на финансовые и товарные активы на всех сегментах финансовых рынков** (валютный курс, процент, курс и доходность ценных бумаг, цены базисных активов, формируемые финансовыми и товарными деривативами, инфляция и другие финансовые переменные);
- растущая доля институтов ценных бумаг в структуре активов финансовых корпораций при сокращении доли банков (коммерческих, сберегательных и т. п.) (см. подраздел 9.1).

Деривативы. Вслед за «мыльным пузырем» в росте внебиржевых деривативов в конце 1990-х – 2000-х, который закончился глобальным финансовым кризисом 2008–2009 гг. (табл. 16), наступила коррекция: сначала «физическое», стоимостное сокращение массы внебиржевых деривативов, а затем нормализация насыщенности ими мировой экономики.

Таблица 16.

Развитие рынка деривативов

ПОКАЗАТЕЛЬ	1998	2000	2005	2007	2008	2010	2012	2013	2014	2016	2018	2030–2035
Внебиржевые деривативы												
Нормализованная стоимость внебиржевых деривативов непогашенных, мир в целом, 2008 = 100	13,3	15,9	50,0	98,0	100,0	100,5	106,3	118,7	105,0	80,7	91,0	150–200



* Рассчитано по: BIS Derivatives Statistics

Внебиржевые деривативы. Стоимостная масса внебиржевых деривативов увеличилась в 1998–2008 / 2013 годах в 8–10 раз (табл. 16). Затем сократилась к 2016 г. в стоимостном измерении примерно на 20% к 2008 г., а затем начала медленно восстанавливаться.

Индикатор насыщенности деривативами экономики «Нарицательная стоимость внебиржевых деривативов непогашенных, в целом по миру / Мировой ВВП» вырос с уровней 250–280% в конце 1990-х гг. до более чем 1000% в 2007 г. (пик «пузыря»), а затем к концу 2010-х гг. опустился до уровня 630–640% и начал медленно восстанавливаться (табл. 16).

Прогноз – нормализация рынка внебиржевых деривативов в темпах роста стоимостных объёмов, в увеличении насыщенности такими деривативами мирового экономического оборота, в волатильности этих параметров.

Это обычная картина после разрыва «мыльного пузыря», имеющего финансовую природу – успокоение, сокращение масштаба колебаний, более умеренный рост.

Такая динамика складывается также под тяжестью ограничительного регулирования внебиржевых деривативов и их рисков, набравшего силу после кризиса 2008–2009 гг. Этот рынок более всего пострадал от кризиса, стал «гонимым» регуляторами.

Рост стоимостных объёмов внебиржевых деривативов будет продолжаться в силу увеличения массы мировой экономики и, как следствие, обслуживающих её глобальных финансов. **Прогноз размеров рынка** (нарицательная стоимость внебиржевых деривативов непогашенных, в целом по миру) на 2030–2035 годы – 150–200% к уровню 2008 года (табл. 16).

Прогноз насыщенности внебиржевыми деривативами – 1000–1400%, умеренный рост в сравнении с 2008 г. (табл. 16). Причины роста – продолжение процессов финансиализации (см. раздел 6).

Биржевые деривативы. В этом сегменте глобальных финансов также возник «мыльный пузырь». С конца 1990-х гг. по 2007–2008 годы их стоимостная масса выросла 4–5-кратно (табл. 16). Вместе с тем, после того, как «мыльный пузырь» лопнул в кризисе 2008–2009 гг., динамика биржевых деривативов была иной, чем внебиржевых. После кратковременного снижения их стоимостного объёма начался уверенный их рост (табл. 16) на десятки процентов.

Причина – изменения в регулировании, которое стало предпочитать биржевые деривативы в сравнении с внебиржевыми как более прозрачные, имеющие меньше рисков, лучше управляемые в части рисков (возможности расчётов по ним через централизованную биржевую инфраструктуру, через центрального контрагента, клиринг, при большом объёме требований к участникам сделок, снижающих риски).

В этой связи после кризиса 2008–2009 гг. **биржевые деривативы стали расти темпами, опережающими внебиржевые** (крупное структурное изменение в этом сегменте финансового рынка) (табл. 16). Если в 2008–2013 годах «биржевые» составляли 8–10% от «внебиржевых», то в 2018 году – 17,4%.

Прогноз – дальнейшие структурные изменения рынка в пользу биржевых деривативов.

Прогноз динамики рынка (нарицательная стоимость биржевых деривативов непогашенных, в целом по миру) на 2030–2035 годы – 170–250% к уровню 2008 года (табл. 16).

Прогноз насыщенности рынка (Нарицательная стоимость биржевых деривативов непогашенных / Мировой ВВП) – 170–200%, умеренный рост в сравнении с 2008 г. (табл. 16). Основа роста

– продолжение процессов финансового развития, финансовализации (см. раздел 6).

Доля развивающихся рынков на рынках деривативов. По оценке, эта доля должна нарастать в 2020-х годах в меру опережающего роста финансовой глубины и оценённости этих рынков вслед за увеличением их доли в глобальной экономике.

8.6 Секьюритизация (финансиализация) активов

Концепция секьюритизации (финансиализации) активов и факторов, их формирующих, раскрыта в пункте 8.5.

Тренд секьюритизации. Многолетний, скорее, вековой тренд – прост. С течением времени, по мере развития финансовых рынков и финансиализации экономик стран мира, всё большая часть активов / ресурсов начинает отражаться в обрацаемых правах на них и связанных с ними финансовых рынках, на которых активы находят свои цены и обретают большую ликвидность, чем на рынках самих активов.

Сначала в качестве таких активов, прошедших секьюритизацию, выступили деньги (вексель, облигация, депозитный сертификат, валютные деривативы и др.), затем бизнес (акции, доли), земля и недвижимость (ипотечные ценные бумаги, доли в трастах и инвестиционных фондах, объектом которых является земля и недвижимость), сами ценные бумаги и их параметры (деривативы на ценные бумаги, процентные деривативы и т. п.), товары (обрацаемые закладные, товарные деривативы) и, наконец, квоты (на добычу ресурсов, на выпуск парниковых газов и т. п.).

Этот тренд будет продолжаться и в будущем.

Связь динамики цен активов, прошедших секьюритизацию. С начала 2000-х гг. на длительных отрезках времени оказались однородны движения цен на нефть, металлы (даже золота), фондовых индексов во взаимосвязи с макроэкономической динамикой.

Это сходство может объясняться с двух сторон: либо действуют одни и те же фундаментальные факторы со стороны спроса, производства, запасов, технологий, геополитики; либо с начала 2000-х гг. возник ещё один мотор динамики, приходящий со стороны финансовых рынков, который точно также имеет или уже приобрёл фундаментальный характер.

Последнее – справедливо. Рынки биржевых товарных деривативов становятся заметны с 1980-х гг. (хотя подобные сделки были известны ещё во времена тюльпаномании в XVII веке).

По мере роста их объёмов действие обычных фундаментальных факторов начинает отступать, хотя, конечно же, они продолжают оказывать масштабное влияние. Даже нефтяной, полномостный в ценах картель – ОПЕК – год за годом всё меньше, хотя и по-прежнему значительно, влияет на цены на нефть.

Финансиализация сырья

На переломе 2000-х гг. сырьевые товары, являющиеся однородными, биржевыми (нефть, металлы, зерно), становятся финансовыми.

Механизмы финансиализации сырья и формирования цен, прежде всего, на нефть, а также длинных циклов динамики цен, формирующихся в этой связи, детально раскрыты автором вместе с группой специалистов в 2015 г.¹⁰⁵.

Центры ценообразования перемещаются на рынки товарных деривативов на биржах Нью-Йорка, Чикаго, Лондона, зерновых биржах США. Происходят серьёзные изменения в микроструктуре рынков. На эти рынки входят финансовые инвесторы – инвестиционные банки и институты коллективных инвестиций (хедж-фонды, пенсионные фонды, эндаументы и др.), прежде всего, стран англо-саксонской финансовой модели. Если в 1970-е годы и в начале 1980-х гг. было немисливо, чтобы активы крупного эндаумента были вложены в товары, то в 2000-х – 2010-х годах это является нормой.

В этот период резко растёт спекулятивная составляющая рынка (против обычных хеджеров). Создаются индексы товарных цен (по аналогии с фондовыми индексами), в т. ч. композитные индексы, и формируются индексные портфели под финансовые инвестиции в сырьё. Происходит секьюритизация мышления участников товарного рынка в отношении срочных контрактов с товарным основанием, когда индексные портфели товарных деривативов начинают рассматриваться именно с точки зрения длинных финансовых вложений. Портфели товарных контрактов не только по нефти, но и металлов, продовольствия и других контрактов по индексу, например, по товарным индексам Goldman Sachs (S&P GSCI) Commodity Index, Bloomberg Commodity Index и др.

Как поддерживается стабильность портфеля, поскольку товарные фьючерсные контракты – короткие (месяц, три месяца)? Она

105

Миркин Я.М., Жукова Т.В., Бахтараева К.Б., Левченко А.В., Кудинова М.М. 1971–2025: курсы валют, мировые цены на сырьё, курсы акций. М.: Магистр, 2015.

- формируется на основе периодического обновления, постоянного рефинансирования этого портфеля путём замещения одних товарных контрактов подобными, но со «следующими сроками». Таким образом, получается устойчивая финансовая структура.
- В 1998 году на рынке товарных деривативов преобладали ещё реальные хеджеры, то есть те, кто реально связан с энергодобычей, с поставкой сырья, те, кто занимается реальным хеджированием рисков. Присутствовали и традиционные спекулянты, стоящие на рынке против хеджеров. Их доля в структуре рынка была невелика.
- В 2008 году, через десять лет, – резкое сужение доли реальных хеджеров и очень значительное расширение участия так называемых индексных спекулянтов. Индексные спекулянты – игроки, для которых товары являются исключительно финансовым инструментом, осуществляющие длинные инвестиции и спекуляции по товарному индексу.

Связь цен на сырьё с курсом доллара США

Синхронизация. Все эти изменения неизбежно должны были привести к тому, чтобы возникла связь финансовых сырьевых рынков с валютным рынком, прежде всего, с долларом США как мировой резервной валютой. В долларах США осуществляется ценообразование на основные виды сырья и расчёты за них (нефть, газ, металлы, продовольствие).

Количественный анализ доказывает теснейшую связь цен на сырьё и курса доллара США к евро и к корзине мировых валют. Эта связь хорошо видна на очень коротких периодах времени, на среднесрочных и длинных временных горизонтах, начиная с 1980-х гг., особенно отталкиваясь от точки перелома на рубеже 2000-х гг.

В этой точке началась **синхронизация мировых цен на сырьё и курса доллара США**. Её можно хорошо проследить на «длинных» графиках или обнаружить при вычислении того, насколько коррелируют друг с другом долговременные серии цен. Движение курса доллара США глубоко увязывается с нефтью, оказывает сильное воздействие на динамику цен на металлы, в том числе на никель или золото.

Конечно, в этой связи возникали **серьёзные расхождения, временные лаги, вызванные фундаментальными факторами нефинансового характера**. Цены на нефть демонстрировали скачки, связанные с началом войны в Ираке, в связи с ураганом «Катрина», или с террористическими актами в Нью-Йорке, или с высокой политической нестабильностью в нефтедобывающих регионах мира.

Но, тем не менее, общая динамика, статистические расчёты показывают глубокую корреляцию в движениях цен на нефть и другое сырьё и курса доллара.

Причинно-следственный механизм. Обычно, когда доллар слабеет как мировая валюта, то мировые цены на нефть, другое сырьё, акции растут. Продавцы нефти (измерение цен и расчёты преимущественно в долларах) стремятся компенсировать свои убытки от падения курса доллара, поднимая цены. Инвесторы и спекулянты уходят с валютного рынка на другие финансовые рынки – товарных деривативов, акций. Точно так же, для примера, происходит внутри России, когда рубль, в котором измеряются цены и происходят расчёты, дешевеет по отношению к доллару и евро, и внутренние рублёвые цены начинают расти.

Когда доллар становится сильнее по отношению к евро и корзине мировых валют, начинается понижательное давление на мировые цены на нефть, другое сырьё, акции.

Почему доллар США? Ответ – мировая резервная валюта № 1. Доля доллара США как валюты ценообразования и расчётов в импорте странами нефти достигает 85–90%¹⁰⁶ (подробный анализ роли доллара США см. в **пункте 7.4**).

Судьба «обычных» фундаментальных факторов, влияющих на цены на сырьё

Рокировка между привычными фундаментальными и «финансовыми» факторами. А что же привычные фундаментальные факторы (запасы, производство, спрос, технологии, геополитика)?

В 2000-х – середине 2010-х гг. они оказывали существенное воздействие на цены на нефть, а через неё – на природный газ, преимущественно тогда, когда приобретали экстремальное значение, при крупных отклонениях от нормы.

Произошла рокировка. До начала 2000-х гг. картина была иной. Фундаментальные факторы, не относящиеся к финансовым, определяли основу динамики цен.

Что касается финансовых факторов, прежде всего, курса доллара США, то они наглядно воздействовали на сырьевые цены только тогда, когда испытывали экстремальные изменения (например, в начале 1970-х гг. при деноминации золота и девальвации доллара США).

Обратная «рокировка». Если произойдут радикальные долговременные изменения в технологиях, объёме запасов, спросе, политике, цены на нефть и другое сырьё немедленно начнут испытывать преимущественное влияние обычных фундаментальных факторов, а финансовые факторы могут отодвинуться на второй план.

Произойдёт «обратная рокировка».

Так, во второй половине 2010-х гг. усилилось воздействие фундаментальных, нефинансовых факторов на цены на нефть.

Причины: а) изменения технологий – «сланцевая революция», рост доли «чистой энергии» (в известной мере ослабление углеводородной экономики), первые шаги водородной энергетики; б) геополитика – активность ОПЕК (расширение периметра его влияния за счёт сделок ОПЕК+), политика США, направленная на то, чтобы стать чистым экспортёром нефти (вместо чистого импортера) и стать крупнейшим поставщиком нефти в мире, «полыхающий» Ближний Восток, рост числа и силы конфликтов в этом регионе.

Факторы финансового рынка, воздействующие на цены на сырьё

Финансиализация предполагает, что у финансового рынка есть свои сильнодействующие, «фундаментальные» факторы, свои собственные перегревы, падения и свои цикличности, отдельные от того, что происходит собственно в нефтяном и других сырьевых секторах реальной экономики.

Эти особенные факторы могут сами по себе жёстко воздействовать на цену нефти, газа и другого сырья. Это было хорошо видно во время финансового кризиса 2008–2009 гг. Серьёзное воздействие на цену нефти может иметь реформа финансового регулирования (например, введение ограничений на рынки товарных деривативов и риски, с ними связанные).

Но самый сильный финансовый фактор фундаментального характера – курс доллара США.

У курса доллара США есть свои длинные циклы к евро / корзине валют. Их механизм рассмотрен в **подразделе 7.5**, более подробно – в монографии, выполненной автором совместно с группой специалистов¹⁰⁷.

Детальное (в таких циклах) укрепление доллара США по отношению к евро / корзине валют оказывает давление «вниз» на мировые цены на нефть, газ, металлы, продовольствие и другое сырьё.

И наоборот – долгосрочное ослабление доллара США вызовет, при прочих равных, повышение мировых цен на сырьё. Экономикам – экспортёрам сырья – очень хорошо живётся при слабом долларе. Это блестяще доказал докризисный период (2000 – первое

полугодие 2008 гг.), когда все мировые цены на нефть и другое сырьё, вместе с акциями, шли вверх.

Причинно-следственные связи, определяющие эти зависимости, детально раскрыты в монографии, указанной выше¹⁰⁸. Они определяются тем, что товарные деривативы (с базисом по нефти, газу, металлам) являются такими же инструментами на финансовых рынках, как и акции, облигации, финансовые деривативы и т. п. Они являются, прежде всего, финансовыми инструментами и только, во вторую очередь, представителями реальных активов – сырья (при том, что рынок, конечно, помнит о том, что ценообразование по сырью и расчёты за сырьё в мире происходят на 85–90% в долларах США). В товарные деривативы свободно вкладываются инвесторы, наряду с другими финансовыми инструментами, изменяя свои позиции при колебаниях в курсах доллара США к евро и другим валютам.

Что дальше?

Прогноз до 2030–2035 года следующий (с вероятностью 70–75%):

- усиление фундаментальных факторов в формировании цен на сырьё (технологические революции, изменяющие виды сырья, являющиеся ядром мировой экономики; геополитика, превращение США в нетто-экспортера нефти);
- сохранение углеводородной экономики как основы мирового хозяйства, несмотря на частичное замещение углеводородов другими источниками энергии;
- удержание связи между циклическими, долгосрочными колебаниями курса доллара США к евро и мировыми ценами на нефть, газ, металлы, при прочих равных;
- размывание этой связи, уменьшение её силы (сужение роли доллара США как мировой резервной валюты в многополярном валютном мире (**подраздел 7.3**), ослабление, размывание цикличности доллара США в среде низких процентных ставок (**подраздел 7.5**), усиление фундаментальных факторов, формирующих цены на сырьё);
- в 2020-х годах может возникнуть длинный тренд к ослаблению доллара к евро как часть третьего цикла, ведущий, при прочих равных, к росту мировых цен на сырьё (**подраздел 7.5**).

8.7 Финансовая глобализация. Трансграничные инвестиции: мировые тренды, прогноз¹⁰⁹

Долгосрочные этапы в развитии трансграничных инвестиций в мире. В табл. 17 приведена динамика трансграничных потоков капитала в мире за последние **четыре десятилетия**.

В их развитии за этот период можно выделить **три крупных этапа**, отличающихся друг от друга факторами, воздействующими на объёмы, динамику и направление потоков капитала между странами, кругом участников данного процесса (ролью развитых и развивающихся рынков), предпочитаемыми инструментами перелива капитала и их сроками.

Первые два этапа отображают динамику глобальных инвестиций в период четвёртой длинной волны в динамике финансовых рынков (1980-е – 2000-е годы)¹¹⁰: **первый** – до начала финансовой глобализации (1980-е годы), **второй** – с началом данного процесса (1990-е – 2000-е годы).

Третий – текущий – этап (2010-е годы) показывает трансграничные потоки капитала в условиях начавшейся пятой длинной волны на мировом финансовом рынке.

Таблица 17.

Трансграничные потоки капитала в мире в 2018–1980 годы

ПОКАЗАТЕЛЬ	1980	1990↑	1997↑	1998↓	2000↑	2001↓	2007↑
Мировой ВВП, трлн долл.							
США	11,2	22,6	31,4	31,4	33,6	33,4	58,0
Глобальный индекс акций*	-	113,6	227,9	273,3	290,1	240,0	403,2
Этапы в развитии трансграничных инвестиций в мире	I этап: 1980-89		II этап: 1990–2009 гг.				
	Трансграничные потоки капитала (трлн долл. США):	0,39	0,94	2,65	1,86	4,06	2,51

109 Автор подраздела – к.э.н. М.М. Кудинова (ИМЭМО РАН).

110 Подробнее о длинных циклах изменения стоимости финансовых активов в мире см. раздел «Экономическая динамика. Длинные циклы» (С. 301–307) в монографии: *Миркин Я.М.* Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011.

Прямые инвестиции	0,05	0,22	0,49	0,74	1,40	0,76	3,25
Портфельные инвестиции	0,03	0,19	0,88	0,76	1,38	1,01	3,65
Иные инвестиции**	0,31	0,52	1,28	0,36	1,28	0,74	5,95
Трансграничные потоки капитала, в % от мирового ВВП	3,5	4,1	8,4	5,9	12,1	7,5	22,2
ГОДЫ	2009↓	2010↑	2012↓	2014↑	2015↓	2017↑	2018↓
Мировой ВВП, трлн долл.	60,3	66,0	75,0	79,3	75,0	80,9	85,8
США	60,3	66,0	75,0	79,3	75,0	80,9	85,8
Глобальный индекс акций*	299,4	330,6	339,7	417,1	399,4	513,0	455,7
Этапы в развитии трансграничных инвестиций в мире	III этап: 2010 г. – по н. в.						
Трансграничные потоки капитала (трлн долл. США):	1,96	6,44	4,65	5,99	4,15	6,18	3,47
Прямые инвестиции	1,49	2,03	2,46	1,97	3,10	1,68	0,63
Портфельные инвестиции	2,33	2,40	2,01	2,72	1,53	2,67	1,19
Иные инвестиции**	-1,86	2,01	0,17	1,31	-0,48	1,83	1,65
Трансграничные потоки капитала, в % от мирового ВВП	3,2	9,8	6,2	7,6	5,5	7,6	4,0

* - в качестве глобального индекса фондового рынка используется индекс акций MSCI All Country World Index (ACWI) Standard (Large+Mid Cap)

** - преимущественно банковские кредиты

Источник: расчёты автора по данным статистических баз данных: IMF, BOP/IP Statistics; The World Bank, World Development Indicators Database; MSCI, Indices Database

Первый этап: период до начала финансовой глобализации. Финансовые потоки между странами до начала 1990-х гг. были довольно стабильными как по размерам, так и по кругу участников, среди которых доминировала небольшая группа развитых стран.

Они последовательно росли пропорционально росту мирового ВВП¹¹¹ и их среднее за десятилетие значение составило 3,3% мирового ВВП.

На первую десятку стран-реципиентов капитала приходилось более 80% прямых инвестиций и более 90% портфельных и иных инвестиций (преимущественно в форме банковских кредитов). Фактически уровни концентрации были ещё выше, если учесть, что только на США и Великобританию к концу 1980-х гг. приходилось

Коэффициент корреляции между трансграничными финансовыми потоками и объёмом мирового ВВП – 0,93. Рассчитан автором по данным IMF, BOP/IP Statistics (<http://data.imf.org>), The World Bank, World Development Indicators database (<https://databank.worldbank.org>).

более 50% всех прямых инвестиций, и примерно столько же – на США, Великобританию и Францию в части портфельных и иных инвестиций. Иными крупными потребителями капитала в топ-10 были Канада, Германия, Италия, Швейцария, Испания, Австралия, Швеция и некоторые другие развитые страны, и лишь иногда в группу лидеров попадали отдельные развивающиеся страны (Китай, Бразилия, Мексика, Венесуэла, Индия, Корея и др.). При этом доля каждой такой страны, как правило, не превышала 1–3% от объёма глобальных потоков капитала.

Круг стран-поставщиков капитала был ещё сильнее ограничен: абсолютное доминирование наблюдалось у США, Великобритании, Франции, Германии и Швейцарии (около 70% прямых инвестиций, около 80% портфельных и иных инвестиций). Инвестиции осуществлялись преимущественно в форме банковских кредитов, доля которых, однако, постепенно снижалась (с ~80% в начале 1980-х гг. до ~50% к концу десятилетия) с последовательным увеличением инвестиций, осуществляющихся через инструменты фондового рынка (примерно поровну приходилось на прямые и портфельные инвестиции).

Второй этап: финансовая глобализация. С началом открытия развивающихся рынков и финансовой глобализацией трансграничные финансовые потоки во всех формах стали проявлять сильную корреляцию с долгосрочным трендом на мировом финансовом рынке¹¹².

Позитивная динамика фондовых рынков в 1990-е гг. и первой половине 2000-х гг. (повышательная фаза четвёртой длинной волны) с всё возрастающими пиками 1997 г., 2000 г. и 2007 г. и последующими падениями вследствие азиатского финансового кризиса 1997 г. и дефолта в России 1998 г., кризиса dot-com в США в 2000 г. и ипотечного кризиса 2007 г. в США, переросшего в мировой финансовый кризис 2008–2009 гг. (понижительная фаза четвёртой длинной волны на финансовых рынках), сопровождалась идентичными взлётами и падениями в динамике глобальных потоков капитала.

112

Коэффициент корреляции на втором этапе – 0,81; 0,82 – для прямых, 0,87 – для портфельных, 0,56 – для иных инвестиций. Прямые и портфельные инвестиции осуществляются через покупку ценных бумаг, что объясняет их высокую связь с динамикой мировых рынков акций, которая наблюдалась и на первом этапе. Однако инвестиции в иных формах на первом этапе были связаны с динамикой фондовых рынков стран намного слабее: коэффициент их корреляции с индексом Доу-Джонса составил только 0,31. Коэффициенты рассчитаны автором по данным IMF, BOP/IP Statistics (<http://data.imf.org>), MSCI, Indices database (www.msci.com), Market Watch, Indices Database (<https://www.marketwatch.com>).

Единственным отличием было сильное ускорение темпа роста трансграничных потоков капитала в 2006–2007 гг. в отличие от объяснимого замедления роста фондовых индексов стран в преддверии разворота долгосрочного тренда. Это явление, как видно в **табл. 17**, объясняется исключительно поведением банковских институтов, наращивавших кредитование перед кризисом (динамика прямых и портфельных инвестиций соответствовала тренду). Данный вид потоков капитала является самым волатильным и демонстрирует намного более резкие взлёты и падения по сравнению как с прямыми и портфельными инвестициями, так и с динамикой фондовых индексов¹¹³.

Финансовая глобализация и зависимость от поведения фондовых рынков отразились на объёмах переливов капитала между странами. За период повышательной длинной волны (1990–2007 годы) мировые трансграничные инвестиции сильно выросли как в абсолютном (в 13,7 раз), так и в относительном выражении (в 5,3 раза с 4,1% до 22,2% от объёма мирового ВВП). При этом в период понижительного тренда (мирового финансового кризиса 2008–2009 гг.) они сократились до уровня 13-летней давности (1996 г.), упав с 12,8 до 2 трлн долл. США, или 3,2% мирового ВВП.

Вследствие таких перепадов на данном этапе была **потеряна сильная корреляция** между размером трансграничных финансовых потоков и **динамикой ВВП**: коэффициент корреляции между ними сократился с 0,93 (первый этап) до 0,63¹¹⁴.

Бурный рост фондовых рынков стран в период четвёртой длинной экономической волны отразился на формах трансграничных инвестиций. Если на первом этапе наибольший вес приходился на банковское кредитование, то на втором **на первое место вышли инвестиции в форме ценных бумаг. Особенно быстрый рост коснулся размеров портфельных инвестиций**, средняя доля которых в объёмах межстрановых переливов капитала за период составила 40%, в некоторые годы превышая половину от общего объёма инвестиций (прямые инвестиции и банковские кредиты делили остаток примерно поровну: 29% и 31%, соответственно).

113 Волатильность – 153,6% против 76,2% для прямых и портфельных инвестиций и 33,6% для глобального индекса акций MSCI для данного этапа (1990–2010 годы); 152,9% против 88,8% и 40,9%, соответственно, для всего рассматриваемого периода (1980–2018 годы; в отношении индекса – с начала его расчёта 31.12.1987 г.). Волатильность рассчитана автором по данным IMF, BOP/IP Statistics (<http://data.imf.org>) и MSCI, Indices Database (www.msci.com).

114 Рассчитано по данным IMF, BOP/IP Statistics (<http://data.imf.org>), The World Bank, World Development Indicators database (<https://databank.worldbank.org>).

Уровни концентрации на рынке портфельных инвестиций хотя и продемонстрировали некоторую тенденцию к снижению, глобальных изменений с позиции конфигурации данного сегмента рынка не произошло. Первая десятка стран-лидеров, поглощавших более 90% объёма портфельных инвестиций, расширилась до двадцатки, однако в их числе во многом продолжали доминировать те же страны, что и раньше (на США, Великобританию и Францию приходилось порядка 40% инвестиций¹¹⁵; иными крупными реципиентами капитала были Германия, Япония, Италия и др.). В топ-20 стран входили 3–5 развивающихся стран (Россия, Корея, Бразилия, Китай и др.; состав стран варьировался по годам), доля которых, однако, была невысокой: до ~15% в годы роста со снижением до нескольких процентов в периоды кризисов, сопровождающихся переливом капитала портфельных инвесторов с развивающихся на развитые рынки¹¹⁶.

Вместе с тем следует отметить, что **для развивающихся стран привлекаемые потоки портфельных инвестиций были высокими** в сравнении с размерами их фондовых рынков, и отток средств портфельных инвесторов **существенно усугублял финансовые кризисы** в этих странах^{117 118}. Данное негативное последствие открытия рынков развивающихся стран глобальным инвестициям стало толчком к разработке мер, в том числе на международном уровне, по ограничению трансграничных переливов капитала, которые стали широко имплементироваться развивающимися странами начиная с 2000-х гг.

- 115 И 69% в 2008-ом, кризисном, году, когда в топ-15 стран по объёму привлечённых портфельных инвестиций не было ни одной развивающейся страны (16-е место занимал Китай с долей 0,9% от общего объёма портфельных инвестиций в мире).
- 116 Доля Китая, например, не превышала 4,5%.
- 117 Примеры: азиатские страны в период кризиса 1997 г., Россия во время дефолта 1998 г., Бразилия в 1999 г. и др.
- 118 Дополнительным дестабилизирующим фактором для рынков развивающихся стран являлась динамика иных, самых волатильных, инвестиций. Наиболее ярко это проявилось во время азиатского финансового кризиса: в 1998 г. 94% всех оттоков иных инвестиций (преимущественно кредитов банков) пришлось на данный регион (около 45% – на Китай). Вместе с тем на рассматриваемом этапе развития мировых трансграничных потоков конфигурация рынка иных инвестиций хотя и вобрала более широкий круг участников (особенно в годы роста: к 2007 г. на первую двадцатку стран приходилось немногим больше 70% иных инвестиций), кардинальным образом не изменилась. Лидирующую роль на рынке банковского кредитования продолжила играть небольшая группа развитых стран (США, Великобритания, Франция, Германия, Швейцария и др.), особенно в периоды кризисных явлений на мировом финансовом рынке.

В то же время открытие новых рынков глобальным инвестициям привело к частичному перетоку и долгосрочного капитала в развивающиеся страны, что привело к **более существенным изменениям в конфигурации рынка прямых инвестиций**. Аналогично рынку портфельных инвестиций круг основных участников данного рынка стран (поглотивших более 80% объёмов прямых инвестиций) расширился с 10 до 20 стран, однако здесь в их число стало входить большее число развивающихся стран (до 9 в отдельные годы), и их доля также была на порядок выше участия данных стран на рынке спекулятивного капитала. К концу периода на развивающиеся страны в двадцатке лидеров приходилось около четверти инвестиций (против 7% в 1990 г.), а в целом доля развивающихся стран на данном сегменте выросла до 34%. Особенно сильный рост продемонстрировал Китай: его доля на мировом рынке прямых инвестиций выросла с 1,6% в 1990 г. до 12,4% в 2009 г. (другими крупными реципиентами были Россия, Бразилия, Индия, Мексика, Корея, Саудовская Аравия и др.).

Важно отметить, что **долгосрочные потоки капитала в развивающиеся страны гораздо слабее реагировали на обстановку на мировом финансовом рынке**, и их доля росла даже в период мирового финансового кризиса 2008–2009 гг. (с 21,5% до 34%), когда портфельные инвестиции практически полностью развернулись в пользу развитых рынков.

Уровни концентрации прямых инвестиций среди развитых стран также несколько снизились. Так, доля США и Великобритании – основных лидеров первого этапа – в общем объёме притоков прямых инвестиций в мире в отдельные годы падала даже в 5 раз¹¹⁹.

Таким образом, **более равномерное распределение инвестиционного капитала между странами** – в первую очередь его **приток на развивающиеся рынки Азии, Латинской Америки и Европы** – стало главным положительным трендом рассматриваемого этапа развития трансграничных финансовых потоков.

Что касается поставщиков инвестиционного капитала, то абсолютное лидерство по всем типам инвестиций сохранили развитые страны, особенно США, Великобритания, Германия, Франция, Швейцария и Япония (их совместная доля по годам и видам инвестиций колебалась в интервале 40–70%). На топ-20 стран приходилось, как правило, порядка 90% инвестиций, причём доля развивающихся стран не превышала 15% общего объёма инвестиций в каждом году (как правило, была значительно ниже). Крупным инвестором можно считать только Китай, доля которого на рынке

прямых, портфельных и иных инвестиций к концу периода приблизилась к 8%, 3% и 6% от общего объёма инвестиций в конкретном сегменте, соответственно (рынок портфельных инвестиций в наибольшей степени концентрирован среди развитых стран).

В целом, второй крупный этап в развитии трансграничных потоков капитала привёл к **подключению крупнейших развивающихся стран Азии, Латинской Америки и Европы в процесс перелива капитала между странами, преимущественно в части привлечения** данными странами **прямых инвестиций** (несмотря на это, по-прежнему основные потоки капитала перемещались между 10–15 развитыми странами). На рынках портфельных и иных инвестиций лидерство продолжала удерживать небольшая группа крупнейших развитых держав¹²⁰. При этом относительно небольшие с точки зрения размера мирового финансового рынка спекулятивные потоки, направляемые в развивающиеся страны, могли оказать значительное влияние на финансовые рынки данных стран и глубину финансовых кризисов в них.

Финансовая глобализация привела к потере связи объёмов перелива капитала с объёмом мирового ВВП и возникновению их сильной зависимости от конъюнктуры мирового финансового рынка – со значительными перепадами размеров трансграничных инвестиций в зависимости от динамики мировых фондовых индексов и ростом удельного веса спекулятивного капитала в структуре трансграничных инвестиций.

III. Текущий этап (2010-е годы). Второе десятилетие XXI века ознаменовалось «замораживанием» в конфигурации рынка и сокращением

120

В итоге к концу 2009 г. в мире было накоплено 20,5 трлн долл. США прямых и 37,6 трлн долл. США портфельных инвестиций, 85% которых в обоих случаях приходилось на всего на 20 стран, преимущественно развитых, причем лидеры – США, Великобритания, Германия и Франция – в совокупности накопили 25% прямых и 44% портфельных инвестиций. В первую двадцатку стран-лидеров по прямым инвестициям вошло только 4 развивающихся рынка (Китай (с Гонконгом), Россия, Мексика и Венгрия) с совокупной долей 15% (10% приходится на Китай и Гонконг) от общего объёма привлечённых прямых инвестиций. По портфельным инвестициям в двадцатку вошли только Китай и Бразилия с долей по 1,2% от общего объёма накопленного спекулятивного капитала.

Уровни концентрации инвестиционных активов в мире были ещё более высокими (в пользу развитых стран). На США, Великобританию, Германию и Францию приходилось около 40% накопленных активов – прямых и портфельных инвестиций, в то время как на самого крупного инвестора – развивающуюся страну (Китай) – приходилось только 3,6% и 2,2% прямых и портфельных инвестиций, соответственно.

Расчёт произведён автором по данным IMF, CDIS Statistics и CPIS Statistics (<http://data.imf.org>).

его объёмов, достигнутых к концу предыдущего периода, (прежде всего, вследствие резкого сокращения банковского кредитования в группе развитых стран) (см. табл. 18).

Таблица 18.

**Трансграничные потоки капитала
в разрезе групп стран в 2017–2007 годах**

ПОКАЗАТЕЛЬ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
РАЗВИТЫЕ СТРАНЫ											
Трансграничные потоки капитала (трлн долл. США):	11,22	1,53	1,14	4,89	4,20	3,22	3,12	4,59	3,54	3,67	4,88
Прямые инвестиции	2,55	1,67	0,98	1,30	1,77	1,69	1,79	1,18	2,40	1,84	1,11
Портфельные инвестиции	3,43	1,05	2,14	2,01	0,97	1,58	1,86	2,39	1,45	0,59	2,24
Иные инвестиции*	5,25	-1,19	-1,98	1,58	1,45	-0,05	-0,53	1,02	-0,32	1,25	1,53
Мировой ВВП, приходящийся на развитые страны, трлн долл. США	43,4	46,1	43,3	45,4	48,9	49,0	49,6	50,7	47,9	48,8	51,0
Индекс акций развитых рынков**	1 589	920	1 168	1 280	1 183	1 339	1 661	1 710	1 663	1 751	2 103
РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ											
Трансграничные потоки капитала (трлн долл. США):	1,62	1,02	0,82	1,55	1,54	1,43	1,62	1,40	0,61	1,08	1,30
Прямые инвестиции	0,70	0,81	0,50	0,73	0,89	0,77	0,78	0,78	0,69	0,68	0,57
Портфельные инвестиции	0,22	-0,08	0,20	0,39	0,20	0,43	0,32	0,33	0,08	0,20	0,43
Иные инвестиции*	0,70	0,29	0,12	0,43	0,46	0,23	0,52	0,29	-0,16	0,20	0,30
Мировой ВВП, приходящийся на развивающиеся страны, трлн долл. США	12,5	15,0	14,7	17,9	21,3	22,7	24,2	25,2	24,0	24,2	26,7
Индекс развивающихся рынков**	1 245	567	989	1 151	916	1 055	1 003	956	794	862	1 158

* - преимущественно банковские кредиты

** - в качестве индекса фондовых рынков развитых стран используется индекс акций MSCI DM (*developed markets*) WORLD Standard (Large+Mid Cap), для развивающихся стран – индекс MSCI EM (*emerging markets*) Standard (Large+Mid Cap)

Источник: расчёты автора по данным статистических баз данных: IMF, ВОР/ИП Statistics; The World Bank, World Development Indicators Database; MSCI, Indices Database

Динамика рынка стала **напоминать тренд, наблюдаемый на первом из рассматриваемых крупных периодов** в динамике перелива капитала в мире.

Действительно, если на предыдущем этапе объём рынка трансграничных переливов капитала проявлял сильную волатильность и зависимость от динамики мирового фондового рынка, колеблясь в широких пределах между 2,5% до 22,5% от объёма мирового ВВП, то, начиная с 2010 г., среднегодовое значение объёма перелива капитала между странами составило 6,8% ВВП при **гораздо более низких:** а) **амплитуде колебаний** (19,7% против 40,6% на первом этапе); и б) **связи с динамикой фондовых индексов рынков** (коэффициент корреляции составил -0,17 против 0,8 для второго этапа).

Конфигурация рынка прямых инвестиций не изменилась. Можно отметить только укрепление лидерских позиций Китая в азиатском регионе и последовательное повышение его доли на глобальном рынке прямых инвестиций: с долей около 15% он вышел на второе место после США в объёме привлекаемого долгосрочного капитала в мире.

Уровни концентрации на рынке портфельных инвестиций продемонстрировали некоторую **тенденцию к снижению в части количества активных участников рынка:** доля капитала, привлекаемого первой двадцаткой стран, сократилась с ~90% до ~80%; в число данных стран стали входить до 10 развивающихся стран (Индия, Индонезия, Турция и др.); снизилась доля стран-лидеров (США, Великобритания, Франции (с ~40% до ~30% объёма мирового рынка)) – с увеличением доли Японии, Германии, Канады и других развитых стран.

Однако **в части распределения объёма спекулятивного капитала** между группой развитых и развивающихся стран **сильных изменений не произошло:** доля последних практически не увеличилась (менее 20% привлекаемых портфельных инвестиций). Значительный рост в данной группе продемонстрировал Китай: в отдельные годы его доля на мировом рынке спекулятивного капитала превышала 10%.

Наибольшие перемены затронули рынок иных инвестиций. За счёт резкого сокращения кредитования развитыми странами данный сегмент стал намного менее концентрированным по числу участников. Доля первой десятки стран упала до 60–70%, и в неё даже стали входить развивающиеся страны: Китай (с долей до 15% объёма мирового рынка) и Индия. Однако данный тренд при восстановлении рынка банковского кредитования в развитых странах опять покажет тенденцию к усилению концентрации.

Наконец, круг поставщиков капитала также не претерпел сильных изменений. Как и на других сегментах рынка трансграничных инвестиций Китай продолжил наращивать позиции и в области инвестирования в другие страны: его доля на рынке прямых, портфельных и иных инвестиций к концу периода приблизилась

к 13%, 5% и 15% от общего объёма инвестиций в конкретном сегменте, соответственно¹²¹.

Основные причины консервации рынка трансграничных инвестиций на третьем этапе их развития заключаются в прекращении действия ключевых драйверов их роста и высокой волатильности на предыдущем этапе, а именно:

- в смене регулятивной парадигмы на финансовых рынках (вместо постепенного открытия развивающихся рынков по всему миру – введение странами ограничений на приток спекулятивного капитала и иностранное владение собственностью в целях национальной безопасности, защиты конкурентоспособности местных производителей и новых технологий¹²²; неопределённость рекомендаций международных регуляторов в сфере инвестиций и торговли);
- в увеличении торговых барьеров в мире, наносящих ущерб зарубежным инвесторам, в первую очередь работающим в рамках глобальных производственно-сбытовых цепочек;
- в сокращении доходностей инвестиций (по прямым инвестициям доходность в 2018 г. составила 6,8%, в 2010 г. – 8%;

121

В итоге к концу 2017 г. в мире было накоплено 34,6 трлн долл. США прямых и 61,8 трлн долл. США портфельных инвестиций, около 85% которых в обоих случаях приходилось всего на 20 стран, преимущественно развитых, причём лидеры – США, Великобритания, Германия и Франция – в совокупности накопили 22 % прямых и 42% портфельных инвестиций. В первую двадцатку стран-лидеров по прямым инвестициям вошло только 5 развивающихся рынков (Китай (с Гонконгом), Бразилия, Мексика, Индия, Россия) с совокупной долей 18% (12% приходится на Китай и Гонконг) от общего объёма привлечённых прямых инвестиций. По портфельным инвестициям в двадцатку вошли только Китай и Корея с долей 4% и 1% от общего объёма накопленного спекулятивного капитала.

Уровни концентрации инвестиционных активов в мире были ещё более высокими (в пользу развитых стран). На США, Великобританию и Францию приходилось около 30% накопленных прямых и около 40% портфельных инвестиций, в то время как на самого крупного инвестора – развивающуюся страну (Китай) – приходилось только 4,5% и 3% прямых и портфельных инвестиций, соответственно.

В целом, данные цифры подтверждают «заморозку» конфигурации мирового рынка трансграничного инвестирования на третьем этапе его развития.

Расчёт произведён автором по данным IMF, CDIS Statistics и CPIS Statistics (<http://data.imf.org>).

122

Доля принимаемых странами мер по либерализации и поощрению иностранных инвестиций, достигшая минимума в период глобального финансового кризиса в 2007–2009 годы (ограничительный характер имели более 1/4 принятых в данный период норм регулирования в инвестиционной сфере), в 2010-е годы демонстрирует гораздо более высокие уровни (в 2016 г. – 21%) в сравнении с 1990-ми годами (Подробнее см. Доклад о мировых инвестициях за 2017 год. // Инвестиции и цифровая экономика. Женева: Организация Объединённых Наций 2017. С. 20–21).

- в развитых странах – 6% и 6,4%, в развивающихся – 7,8% и 11%, соответственно¹²³);
- в отсутствии периодов длительного сильного роста и глубоких кризисов на мировом финансовом рынке в 2010-е годы (см. табл. 18).

Прогноз динамики трансграничных потоков капитала в мире до 2030 г. Анализ динамики финансовых потоков между странами за последние около 40 лет свидетельствует о наличии в них длительных циклов, во многом производных от долгосрочной экономической динамики и конъюнктуры финансовых рынков. В начале длинной волны на финансовых рынках, как правило, наблюдается десятилетие слабого роста, сменяемое 10–15 годами сильного роста (с нарастающими по глубине кризисами), ведущими к сильной, но более короткой фазе резкого спада.

Подобная картина наблюдалась во время предыдущей, четвертой, длинной экономической волны, и при повторении данного сценария в ближайшем десятилетии (учитывая, что первая фаза невысокого роста пятой волны¹²⁴ осталась фактически позади) можно ожидать, при прочих равных, **фазы возобновления финансовой глобализации – бурного роста как рынков ценных бумаг, так и объёмов перелива капитала между странами** (особенно со второй половины 2020-х гг.) – с превышением доли рынка трансграничных инвестиций в 22,2% от мирового ВВП, достигнутой в период пика предыдущей волны¹²⁵.

Вместе с этим следует ожидать и **неизбежного роста волатильности объёмов финансовых потоков между странами** – неизбежного атрибута приближения финансовых рынков к точке разворота тренда.

Учитывая, что в период сильного роста финансовых рынков на повышательной фазе длинной волны происходит преимущественное увеличение потоков спекулятивного капитала, можно

123 World Investment Report 2019: Special Economic Zones. United Nations, Geneva, 2019. P. 30.

124 Сильная повышательная динамика глобального индекса рынка акций MSCI в 2010-е годы (см. табл. 17) даёт ложное представление о силе подъёма на мировых финансовых рынках в данный период. Такой рост обусловлен сильным позитивным трендом на рынке США – лидера мирового финансового рынка, не поддерживаемым рынками других стран – как развитых, так и развивающихся (табл. 18 в этом плане даёт более объективное представление о динамике мировых рынков ценных бумаг во втором десятилетии XXI века).

125 В 1990-е годы (первая – умеренная – фаза повышательного движения рынков на четвертой длинной волне) среднегодовой объём трансграничных инвестиций в мире составил 5,1% от мирового ВВП, в 2010-е годы (на аналогичной фазе пятой волны) – 6,8%. В 2000–2007 годы (на второй – динамичной – фазе четвертой волны) годовой объём финансовых потоков между странами достигал 22,2% ВВП, поэтому в 2020-е годы можно ожидать роста данного рынка по меньшей мере до 30% объёма мирового ВВП.

прогнозировать также повышение в 2020-х годы доли **портфельных инвестиций** (в ущерб прямым¹²⁶) в структуре финансовых потоков между странами.

Долгосрочный тренд свидетельствует также о **росте доли развивающихся стран, особенно стран Азии и в первую очередь Китая**, на рынке трансграничных инвестиций.

Для более точного прогнозирования структуры данного рынка в ближайшее десятилетие рассмотрим данные, представленные в табл. 19.

Таблица 19.

Динамика мирового ВВП, индексов фондового рынка и объема трансграничных инвестиций в 2017–2010 годы

Страны и группы стран	Прирост (+), падение (-), %					
	ВВП	Индекс фондового рынка*	Трансграничные инвестиции	Прямые	Портфельные	Иные
Мир	22	79,2	-4	-17	11	-9
Развитые страны:	12	87,9	0	-15	11	-3
США	32	148,8	11	34	-3	25
Великобритания	-14	22,0	29	-3	7	55
Зона евро	-11	61,2	-13	-58	50	-8
Развивающиеся рынки	49	24,1	-16	-22	10	-30
Азия	81	55,5	0,5	-13	48	-5
Китай	97,6	49,4	2,9	-12,4	182,5	-12,0
Европа	7,02	-29,4	-40	-42	12	-118
Латинская Америка	10	-24,6	-31	-4	-26	-93

* - в качестве индексов фондовых рынков стран/ регионов/ мира используются соответствующие стандартные индексы акций компаний высокой и средней капитализации (Standard (Large+Mid Cap)), рассчитываемые MSCI
 Источник: расчёты автора по данным статистических баз данных: IMF, BOP/IP Statistics; The World Bank, World Development Indicators Database; MSCI, Indices Database.

126

Дополнительным фактором, снижающим в долгосрочной перспективе долю прямых инвестиций в структуре рынка трансграничных инвестиций, является последовательное повышение на рынке международных операций с активами доли сделок, не требующих покупки акций бизнеса, т. е. осуществления прямых инвестиций (например, приобретение лицензий, выплата роялти и т. п.) (*asset-light operations*)

Данные таблицы наглядно демонстрируют сложившуюся на мировом финансовом рынке в 2010-е годы диспропорцию: аномальный рост фондовых рынков развитых стран (особенно рынка США¹²⁷) при слабом экономическом росте в данных странах (и даже спаде в европейском регионе). В противовес этому в развивающихся странах наблюдается прирост ВВП (бурный рост в Азии) при сильном отставании от него (или даже падении) индексов рынков ценных бумаг.

Подобные диспропорции отражаются и на финансовых потоках между странами. Наблюдается неоправданный отток всех видов инвестиций международных инвесторов со всех развивающихся рынков (даже рынка Китая, ВВП которого за 2010–2017 годы вырос в 2,6 (!) раза) – за исключением сильного притока спекулятивного капитала в Китай и немного в Европу. Вместе с тем развитые рынки, прежде всего, США, выигрывают от данного процесса.

Любые диспропорции с течением времени нивелируются, поэтому в ближайшие годы следует ожидать **инвестиционного бума в Азии в целом и, прежде всего, в Китае, а также восстановления притоков инвестиций всех форм в развивающиеся страны Латинской Америки и Европы.**

Данный тренд приведёт к изменению структуры рынка трансграничных инвестиций в пользу **суущественного увеличения доли крупнейших развивающихся стран Азии, Латинской Америки и Европы.**

Обстоятельством, способным несколько ограничить переток капитала международных инвесторов с развитых на развивающиеся рынки, является развитие цифровых технологий, становящихся ключевым драйвером роста мировой экономики. Сфера информационно-коммуникационных и высоких технологий растёт более высокими темпами (по активам, прибыли, персоналу) по сравнению с другими отраслями экономики, при этом 2/3

127

Среди причин аномального роста финансового рынка данной страны после мирового кризиса 2008–2009 годов можно назвать целый комплекс политических и экономических факторов, среди которых осуществление ФРС США в 2008–2014 годы программы количественного смягчения (с периодом taper tantrum 2013 г., вызвавшим отток капитала из развивающихся финансовых рынков); крупные репатриации инвестированного капитала транснациональными корпорациями США в 2018 г. вслед за принятием в конце 2017 г. неблагоприятного налогового законодательства в области трансграничных инвестиций (вызвали спад на мировых рынках 2018 г.); появление торговых конфликтов и повышение таможенных тарифов в торговых отношениях с Китаем в 2018–2019 годы и, в целом, имплементация текущей администрацией политики America First и др.

транснациональных цифровых компаний и почти 40% их дочерних предприятий приходится на США¹²⁸.

Способность данных компаний работать на глобальном рынке при небольших иностранных инвестициях в случае бурного роста цифровой экономики в мире может развернуть господствовавшую на рынке долгосрочного инвестиционного капитала тенденцию к расширению круга реципиентов и повышению доли развивающихся стран на данном рынке и **усилить уровни концентрации прямых инвестиций на нескольких крупных странах происхождения цифровых компаний** (прежде всего, США).

9. Секторная динамика глобальных финансов

9.1 Крупные структурные изменения. Финансовые институты и инструменты

Секторная динамика глобальных финансов. Её определяют многолетние тенденции в структуре мирового ВВП (табл. 20):

- замедленное сокращение доли расходов домохозяйств в структуре ВВП (**сжатие доли частных финансов**);
- относительное расширение расходов правительства (**укрепление роли государственных финансов**);
- сжатие доли накопления; постоянное увеличение доли экспорта – импорта товаров и услуг в мировом ВВП (**дальнейший рост международного торгового финансирования**, основа для «размораживания» трансграничных инвестиций).

Таблица 20.

Структура мирового ВВП (компоненты спроса)

Год	Расходы домохозяйств / ВВП, %	Расходы правительства / ВВП, %	Накопление основного капитала и запасов / ВВП, %	Экспорт товаров и услуг / ВВП, %	Импорт товаров и услуг / ВВП, %
1970	58,82	14,72	26,90	13,65	13,71
1980	58,58	16,04	26,97	18,87	19,87
1990	58,51	16,22	25,98	19,35	19,51
2000	58,45	16,09	24,54	26,03	25,10
2010	57,34	17,50	24,30	28,97	28,16
2018	57,67	16,93	24,38	30,11	29,34
2030–2035	56,4–56,8	18,0–18,6	23,9–24,2	34,0–35,0	33,0–34,0

* Рассчитано по World Bank, World Development Indicators Database.

Рынки. До 2030–2035 гг. снизится доля «непрозрачного» внебиржевого оборота и офшоров (как следствие ужесточения финансового регулирования и надзора, более широкого, институционального раскрытия информации).

Рост доступности финансовых операций, вовлечение в оборот новых рынков и активов «на фронтире» в развивающемся мире приведёт к опережающему развитию микрофинансов, относительному вытеснению неформальных финансов (*informal finance*).

В 2020-х – 2030-х годах продолжится **тенденция масштабного, с уско-ряющимися темпами, обновления технологий**, лежащих в основе современной экономики.

Как следствие (и в поисках повышенной доходности) опережающими темпами будут развиваться «**теневая банковская система**» (*shadow banking*). Будет расти **вклад финансов инноваций**. Всю большую долю в финансах будут приобретать:

- рынки венчурного финансирования, сегмент бизнес-ангелов;
- альтернативные инвестиции (в части институтов частного капитала (*private equity*), прямых инвестиций);
- финансирование компаний малой и средней капитализации («высокотехнологичных», «быстрорастущих», «новой экономики» и т. д.);
- рынки корпоративного контроля (реструктурирование умирающих отраслей, созидательное разрушение).

Вместе с тем не произойдёт **резких изменений в структуре потребляемых ресурсов** и, как следствие, в **производственной ценности одних ресурсов в ущерб другим**. Не прогнозируется масштабного сокращения роли нефти и газа, металлов, природных компонентов химических удобрений и т. п.

Как следствие, **не изменится глобальная архитектура финансовых потоков, связанных с топливом, энергией, конструкционными материалами, продовольствием, транспортными перевозками**. Как и во второй половине XX века, ряд стран – держателей природных ресурсов – будут формировать значимую часть своих финансов за счёт сырьевого экспорта, капитала, накопленного от него, и инвестирования его за рубеж (экспорта капитала).

Продолжится тенденция роста доли услуг в мировом ВВП (табл. 21) и, соответственно, в составе услуг будет расти потенциал финансовых и страховых услуг.

Таблица 21.

Структура мирового ВВП (по группам отраслей)

Год	Аграрный сектор, лесное хозяйство, рыбное хозяйство (добавленная стоим- мость) / ВВП, %	Индустриальный сектор (добавленная стоимость) / ВВП, %	Услуги (добавленная стоимость) / ВВП, %
1995	7,60	31,92	54,24
2000	4,86	29,03	60,17
2010	3,66	27,20	63,21
2017	3,43	25,44	65,03
2030– 2035	2,0–2,3	22, 4–23,8	69, 0–69,5

* Рассчитано по World Bank, World Development Indicators Database.

Вместе с тем, после кризиса 2008–2009 гг. **тренды неоднозначны**, разнонаправлены. Например, в ядре англо-саксонской модели (США), в быстрорастущем сегменте азиатской модели (Китай) – расширение доли финансовых и страховых услуг (табл. 22), в континентальной модели (еврозона) и в «старом» сегменте азиатской модели (Япония) – наоборот, некоторое сужение (табл. 22).

Равнодействующую – невозможно предугадать.

Таблица 22.

Динамика финансовых и страховых услуг

Год	Финансовые и страховые услуги, добавленная стоимость, % национального дохода					
	В среднем по ОЭСР	США	Велико- британия	Еврозона	Япония	Китай
2005	6,31	7,61	7,44	5,18	5,93	3,99
2010	5,96	6,80	8,22	5,36	4,83	6,23
2015	6,05	7,55	6,96	5,06	4,39	8,44
2018	н/д	7,64 (2017)	7,08	4,52	4,15 (2017)	7,68
2030– 2035	5,8–7,0	7,5–8,0	6,8–7,5	4,5–5,5	3,8–4,0	7,0–9,0

* Рассчитано по OECD Data, Value added by activity.

Банки и небанковские финансовые институты. Продолжится **многолетний (вековой) тренд сокращения доли банков** (коммерческих сберегательных, иных) в финансовом секторе¹²⁹. В 2002–2017 годах их доля в активах финансовых корпораций по ключевой группе стран мира снизилась с 44% до 39,4% (табл. 23).

Таблица 23.

Динамика структуры финансового сектора (21 + еврозона)*

Год	Активы финансовых корпораций							
	Всего, %	В том числе, %		Публичные финансовые институты	Страховые компании	Пенсионные фонды	Прочие финансовые посредники**	Другие институты
Центральные банки	Банки							
2002	100	3,9	44,0	8,9	11,7	9,3	21,9	0,3
2010	100	5,8	44,6	5,1	8,8	8,8	26,7	0,2
2017	100	7,9	39,4	4,4	8,6	8,8	30,6	0,3

* Рассчитано по Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018, Financial Stability Board. В группу стран 21+Euro Area входят Аргентина, Австралия, Бразилия, Канада, Каймановы Острова, Чили, Китай, еврозона, Гонконг, Индия, Индонезия, Япония, Корея, Мексика, Россия, Саудовская Аравия, Сингапур, Южная Африка, Швейцария, Турция, Великобритания, США

** Преимущественно посредники, действующие на рынке ценных бумаг и деривативов. Состав см. в табл. 24

Закономерно **выросла доля центральных банков в активах финансовых корпораций**. Причины – многолетнее расширение роли государств в экономике (см. ниже **подраздел 9.2**), политики денежного смягчения, не прекращающиеся после кризиса 2008–2009 годов и ставшие практически непрерывными (печатный станок быстро увеличивает балансы центральных банков).

Этот тренд может смениться в 2020-х годах на противоположный, как только начнётся новая волна либерализации в идеологии, экономике и финансах (см. **подраздел 2.2**). Такие примеры «либерального» сокращения доли центральных банков дают 1990-е – 2000-е годы, до кризиса 2008–2009 гг.¹³⁰

129 В США доля коммерческих банков в финансовых активах снизилась с 80–90% в конце XIX века до 22,5% в 2007 г. (U.S. Census Bureau). Это общемировая тенденция в меру финансового развития.

130 *Beck T., Demirgüç-Kunt A. Financial Institutions and Markets across Countries and over Time – Data and Analysis. Wash.: World Bank, May 2009. P. 8–9, 29.*

Таблица 24.

Динамика структуры финансового сектора, прочие финансовые посредники (21 + еврозона)*

Год	Доли прочих финансовых посредников в активах финансовых корпораций*									
	Прочие финансовые посредники – всего, %**	В том числе, %								
	Фонды денежного рынка	Хедж-фонды	Прочие инвест. фонды	Трасты и фонды недвижимости	Трастовые компании	Финансовые компании	Брокеры-дилеры	Компани-структурированных финансов	Прочие	
2002	21,9	2,5	0,0	4,5	0,2	0,1	1,9	2,5	1,9	8,3
2010	26,7	1,8	0,3	8,9	0,3	0,3	1,4	3,0	2,7	8,0
2017	30,6	1,6	1,2	11,9	0,5	1,2	1,0	2,4	1,3	9,5

* Рассчитано по Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018, Financial Stability Board. В группу стран 21+Euro Area входят Аргентина, Австралия, Бразилия, Канада, Каймановы Острова, Чили, Китай, еврозона, Гонконг, Индия, Индонезия, Япония, Корея, Мексика, Россия, Саудовская Аравия, Сингапур, Южная Африка, Швейцария, Турция, Великобритания, США

** См. в табл. 23

Новый многолетний тренд 2000-х – 2010-х гг. – ослабление роли страховых компаний и пенсионных фондов. Их доли в активах финансовых корпораций снизились с 11,7% и 9,3% в 2002 г. до 8,6% и 8,8% в 2017 г. Возможные причины: старение населения (страховые и пенсионные полисы наиболее активно покупают в активном возрасте); при снижении процента инвесторы смещаются в сторону финансовых продуктов с более высокой доходностью и ликвидностью.

И базовые продукты банков (депозит, вклад), и страховых компаний (страховой полис), и пенсионных фондов (пенсионный полис) такими характеристиками не отличаются, хотя в этих институтах и развиваются гибридные схемы, основанные на вкладах и полисах (в сочетании с ценными бумагами и деривативами), позволяющие лучше удовлетворить аппетит инвесторов к риску, более высокой доходности и ликвидности.

Неизбежно будет расти доля **теневого банковского сектора** (*shadow banking*) – «квазибанковских» институтов ценных бумаг (в табл. 23 и 24 они представлены как «прочие финансовые посредники»). В 2002 году они формировали 21,9% активов финансовых корпораций, в 2017 г. – уже 30,6%.

Этот тренд – многолетний, уже можно сказать «вековой». Он обратен сокращению доли банков (коммерческих, сберегательных и т. п.). В его основе – долгосрочное снижение ссудного процента, уход процента в «нулевую» или даже отрицательную зону и, как следствие, секьюритизация глобальных финансов (см. **подраздел 8.5**), повсеместное смещение инвесторов к финансовым продуктам с более высокой ликвидностью и доходностью.

Наиболее ярко этот **тренд проявляется в индустрии инвестиционных фондов и трастов** (см. табл. 24).

«Дисинтермедиация» (увеличение доли финансовых операций, осуществляемых, минуя финансовых посредников). Попытки сделать её значимой известны с 1990-х гг. Обычно – через торговые системы / цифровые платформы, прямо связывающие друг с другом эмитентов и инвесторов, покупателей и продавцов финансовых активов, потенциальных кредиторов и получателей кредитов, бизнес-ангелов венчурных инвесторов и учредителей венчурных проектов.

Дисинтермедиация – развивающийся многолетний тренд, основанный на цифровизации глобальных финансов, на сокращении физически существующих сетей финансовых институтов.

Последнее по времени яркое проявление этого тренда – эмиссия и публичное предложение крипто-активов в 2017–2019 годах, минау финансовых посредников.

Развитие институциональных структур до 2030–2035 гг. Прогнозируется, что в многополярной финансовой архитектуре мира глобальные финансовые рынки будут основаны на **олигополии 20–25 крупнейших финансовых групп «первого круга»** (глобальных финансовых посредников и инвесторов). Увеличится число национальных рынков, на которых они занимают доминирующее положение.

75–100 финансовых групп «второго круга» будут формировать олигополию на финансовых рынках региональных кластеров.

Трансграничная консолидация бирж, внебиржевых рынков, расчётно-клиринговых и депозитарных институтов, кастодианов (3–4 международных сети) создаст олигополию в инфраструктуре глобальных финансов.

Продолжится **конвергенция моделей финансирования экономики** (“market-based”, “bank-based”, “Asianmodel” и др.).

Консолидация крупнейших институтов и органов регулирования не будет противоречить **дроблению в продуктовых и сервисных сегментах рынка.** Список топ-100 будет значительно обновлён за счёт финансовых институтов – резидентов развивающихся стран. Увеличится доля частных торговых систем, специализированных платформ и сегментов рынков по интересам (социально ответственные, «зелёные», этические, исламские и т. п. финансы).

Финансовые посредники и инфраструктурные институты продвигнутся к «дематериализации». Сократятся филиальные сети в их «физической форме» (кроме стран «на фронтире»). Вырастет рыночная ниша высокотехнологичных финансовых и инфраструктурных компаний малой и средней капитализации. Расширится сектор альтернативных инвестиций, нерегулируемых финансовых инструментов и посредников.

Инструменты. Будет продолжена секьюритизация (рост доли ценных бумаг и деривативов в сравнении с банковскими депозитами, кредитами и другими не обращааемыми (мало обращааемыми) финансовыми продуктами, секьюритизация (создание обращааемых инструментов) прав на ресурсы) (см. подраздел 8.5).

В рыночной среде, в которой преобладает близкий к нулю или даже отрицательный ссудный процент, будет непрерывно расти доля финансовых продуктов, более рискованных, менее ликвидных, но приносящих более высокую доходность в сравнении с обычными долговыми инструментами (депозиты, облигации, депозитные сертификаты и т. п.).

В их числе такие продукты, как:

- акции;
- деривативы и структурированные продукты;
- ценные бумаги развивающихся рынков;
- паи, доли в фондах, трастах и других институтах коллективных инвестиций, вкладывающих в более рискованные, чем обычные долги, активы или даже в активы, обладающие особенно высокими профилями рисков (компании частного капитала, венчурные фонды, бизнес-ангелы);
- прямые вложения через цифровые системы – посредники в дисинтермедиации;
- спекулятивные вложения в финансовые инновации (пример – криптовалюты и криптоактивы).

Будут расти **рыночные ниши финансовых продуктов:**

- для среднего класса (его доля в мировом населении увеличится, прежде всего, в быстрорастущих развивающихся экономиках);
- для старших возрастов. Старение населения увеличит роль финансовых продуктов, приносящих гарантированный доход (кроме стран, в которых финансовый сектор существует при близком к нулю или даже отрицательном проценте);
- **микрофинансы.** Рост доступности финансовых операций, вовлечение в оборот новых рынков и активов «на фронтире» в развивающемся мире, нарастающая урбанизация может привести к относительному вытеснению неформальных финансов (*informal finance*);
- **финансовые продукты для розницы в развивающихся экономиках;**

- диверсифицированные, рассчитанные на интересы **множественных групп населения** (этические финансы, религиозные финансы, гендерные финансы, зелёные финансы, финансы для новых технологий и т. п.).

Многолетние тренды, прогноз в части государственных облигаций – см. подраздел 9.2.

Деривативы. Прогноз, сделанный выше, – расширение доли рынка, занимаемой биржевыми деривативами в сравнении с внебиржевыми (подраздел 8.5).

Многолетние тренды и прогноз на 2030–2035 годы в части внебиржевых деривативов (табл. 25):

- постепенное восстановление рынка после схлопывания «мыльного пузыря» в 2008–2009 гг.;
- уверенный рост внебиржевых валютных деривативов;
- внебиржевые процентные деривативы и внебиржевые деривативы, привязанные к акциям – удержание объёмов рынка, постепенный рост в меру увеличения рынков базисных активов;
- кредитные дефолтные свопы – сокращённый рынок, минимальные объёмы (стали одним из спусковых механизмов кризиса 2008–2009 гг., подверглись критике, ужесточение регулирования).

Таблица 25.

Развитие глобального рынка внебиржевых деривативов*

Внебиржевые деривативы, глобальный рынок, по нарицательной стоимости, непогашенные контракты, трлн. долл. США	1998	2000	2008	2009	2010	2012	2015	2017	2018
	Валютные	21,7	20,1	60,6	59,8	67,9	78,1	76,0	87,1
Процентные	56,4	72,2	472,7	490,3	492,3	521,3	395,1	426,6	436,8
Привязанные к акциям	1,6	2,0	7,6	7,0	6,3	6,9	7,2	6,6	6,4
Товарные деривативы		0,7	5,2	3,8	3,4	3,0	1,5	1,9	1,9
Кредитные дефолтные свопы			44,9	35,8	30,7	25,9	12,4	9,4	8,1

* BIS Statistics Explorer, Global OTC Derivatives Statistics.

9.2 Государственные финансы. Суверенные долги

Врастание бюджетов в экономическую ткань. Что ждать? 200-летний тренд – укрепление роли государственных финансов, увеличение доли вновь созданной стоимости, перераспределяемой через бюджет, наращивание налогов и квази-налогов, рост государственного долга по отношению к ВВП.

Этот тренд хорошо заметен с середины XIX века. Он будет продолжаться (табл. 26).

Таблица 26.

Рост роли бюджетов и налогового бремени в глобальной экономике

Год	Доходы общего правительства / ВВП, %*				
	Развитые экономики		Развивающиеся экономики		
	Всего	В т.ч. еврозона	Всего	В том числе	
Развивающаяся Азия				Развивающаяся Европа	
1991	x	44,9	x	17,4	x
1998	x	45,7	21,5	13,9	x
2001	35,4	44,8	22,9	16,1	35,6
2007	36,6	44,8	27,2	19,1	37,2
2008	36,2	44,6	29,2	21,5	36,9
2013	36,5	46,8	28,4	25,1	34,8
2018	35,6	46,5	27,2	26,1	36,0
2030–2035	37,0–38,0	47,0–48,0	31,0–34,0	30,0–33,0	38,0–39,0

* Рассчитано по IMF World Economic Outlook Database.

Причины – рост роли государства и расширение его функций в меру усложнения национального хозяйства. Экономике, как системы, быстро растут, диверсифицируются, проходят через технические и информационные революции. В них нарастают риски и неопределённость.

Всё это требует постоянного усложнения (роста, диверсификации) систем управления. Такое усложнение обеспечивается, прежде всего, государством.

Росту налогового бремени будут способствовать: а) переход части развивающихся стран – в индустриальные; б) более зрелое состояние, которое приобретёт часть развивающихся экономик. Чем ближе к состоянию «продвинутой», «индустриальной» является экономика, тем выше налоговое бремя.

Сохранится разрыв, пусть и сокращающийся, в налоговом бремени между индустриальными и развивающимися экономиками (табл. 26).

Суверенные долги. Государственные облигации. Базовые сценарии до 2030–2035 гг.: а) стабилизация, замедление роста совокупного государственного долга стран мира (табл. 27); б) рост и увеличение доли в совокупном госдолге развивающихся экономик при сокращении доли группы «развитых».

Развитые экономики. Консервативная бюджетная политика будет продолжать содействовать замораживанию государственных долгов развитых экономик (табл. 27). Это длинный тренд и базовый сценарий. С высокой вероятностью продолжится тренд сокращения / стабилизации госдолгов в «зоне бюджетной консолидации» – Европейском Союзе и Японии. Как и раньше, более заметными темпами будет расти госдолг в США (избыточные расходы и налоговые стимулы государства, направленные на то, чтобы остаться «первой» державой мира, в части вооружений, инноваций, реиндустриализации, ускорения темпов роста).

Развивающиеся экономики. В 2020 г. будут, как и прежде, наращаться «догоняющими темпами» государственные долги в группе развивающихся рынков (табл. 27). Их доля в совокупном мировом долге будет расти. Их величина будет зависеть от успехов в «реиндустриализации» группы развитых стран (как результат, замедление «мастерских мира»), от динамики национальных валют по отношению к доллару США (их укрепление, как правило, вызывает ухудшение торгового / платежного балансов, рост госдолга), от конъюнктуры на мировых рынках сырья (снижение цен и спроса неизбежно связано с ростом госдолга в сырьевых экономиках). Прогнозируется увеличение рисков госдолга в неустойчивых экономиках Латинской Америки (Венесуэла, Аргентина, Бразилия и др.). В группе «мастерских мира» будет расти госдолг как инструмент стимулирования роста (Китай, Вьетнам, Лаос и др.). Особенно это заметно в Китае.

Таблица 27.

Динамика суверенного долга (валовой долг)

Группа стран / Страна	Суверенный долг / ВВП, %							2030–
	1995	2007	2010	2012	2014	2016	2019	2035
							(прогноз МВФ)	(прогноз)
Развитые экономики, в т.ч.	73	74	99	106	104	106	103	>100
-«Большая семёрка»	76	82	113	121	119	120	117	>120
-США	71	64	95	102	105	107	106	>120
-Великобритания	45	44	78	85	88	88	86	>90
-Япония	91	183	216	238	249	237	238	>240
-Европейский Союз	68	59	79	85	88	86	80	>90
-Еврозона	72	66	86	91	94	89	84	>90
-Германия	56	65	82	79	75	69	59	>60
-Нидерланды	76	45	63	66	68	62	49	>50
-Франция	55	64	82	90	95	98	99	>100
-Италия	109	100	115	123	133	132	133	>140
-Испания	63	36	62	85	99	99	96	>100
-Греция	99	107	148	160	180	181	177	>140
Развивающиеся экономики, в т.ч.	н/д	35	39	37	41	47	53	>80
Развивающиеся экономики Азии	н/д	35	42	40	43	47	55	>80
-Китай	21	35	37	34	40	44	56	>80
-Индия	70	74	67	69	68	68	69	>90
Латинская Америка	н/д	47	49	48	51	56	70	>90

Источник: IMF World Economic Outlook Database October 2019, General government gross debt, percent of GDP. Данные на конец периода, округлены до целых чисел.

В 2030–2035 годах риски суверенных долгов будут по-прежнему высоки, особенно в Южной Европе и Латинской Америке (табл. 28). Значительно вырастут эти риски в развивающихся экономиках Азии.

Прогнозируется, что в 2030–2035 гг. более 40–50 юрисдикций будут иметь суверенные долги свыше 70% ВВП, более 30 стран, в т.ч. G-7 (без Германии) – выше 80% ВВП. Сохранится многолетняя, высокая концентрация суверенных долгов в Средиземноморье (Франция, Испания, Италия, Греция, Кипр), в «Большой семёрке» (может стать «Восьмёркой» или «Девяткой»).

Не менее чем у 10 стран, прежде всего, развитых, суверенный долг будет превышать 100% ВВП. Сохранится традиционно высокий суверенный долг Японии, превышающий 200% ВВП.

Долги более 30 развивающихся рынков будут выше безопасных пределов.

Риски коллапса государственного долга США до 2030–2035 гг. как и раньше, минимальны (США – эмитент мировой резервной валюты, покрытие большей части публичного госдолга за счёт внутренних инвесторов США, а также ФРС).

9.3 Пенсионные системы: глобальные тренды¹³¹

С начала 1990-х гг. длинный период создания крупных государственных распределительных систем, начавшийся в 1889 г.¹³², сменяется эпохой их реформирования, связанной с распространением по странам многоуровневых пенсионных систем, рекомендованных Всемирным банком¹³³.

Вставка 1.

Уровни пенсионных систем Всемирного банка [5]

- Нулевой уровень (*Zero pillar*) – социальные пенсии без привязки к трудовым показателям.

- Первый уровень (*First pillar*) – государственные ненакопительные пенсионные схемы, финансируемые за счёт социальных налогов (взносов). Это – (*Pay-as-you-go* (PAYG)), схемы с установленными выплатами (*Defined Benefits*, DB-схемы) (величина пенсии привязана к показателям трудовой деятельности) (далее – распределительные схемы). Накопительные схемы с условными установленными взносами (*Notional Defined Contributions*, NDC-схемы), в которых общий инвестиционный доход распределяется по индивидуальным счетам, а доходность инвестирования устанавливается государством и является условной. NDC-схемы могут быть отнесены и ко второму уровню.

131 Автор подраздела – к.э.н. Т.В. Жукова.

132 Первая национальная пенсионная система в Германии при Бисмарке.

133 *Holzmann R., Orenstein M., Rutkowski M. Pension Reform in Europe: Process and Progress. World Bank Publications. TheWorld Bank. N 15132, 2003.*

- *Второй уровень (Second pillar)* – обязательные частные накопительные схемы, как индивидуальные, так и корпоративные. Величина пенсий зависит от размера пенсионных накоплений на счёте участника. Это – схемы с установленными взносами (*Defined Contributions*, DC-схемы), могут модифицироваться, дополняться элементами других схем.

- *Третий уровень (Third pillar)* – добровольные схемы в различных форматах.

- *Четвёртый уровень (Fourth pillar)* – комбинация пенсионного и социального страхования.

Для части стран пенсионные реформы отличались глубокими структурными преобразованиями, для других (преимущественно развитых) – множеством изменений количественных параметров системы. После 2008 г. выделилась группа стран с контрреформами, отменяющими уже проведённые преобразования.

Вставка 2.

Базовая классификация пенсионных реформ МВФ¹³⁴:

- **структурные реформы** (*structural reforms*) – реформы, ведущие к смене архитектуры пенсионных систем;

- **параметрические реформы** (*parametric reforms*) – реформы, при которых меняются количественные параметры действующих систем.

Демографические факторы, лежащие в основе динамики пенсионных систем. Фундаментальным фактором, направляющим пенсионные реформы с 1990-х гг., стал **процесс старения населения**. По оценкам, рост коэффициента возрастной зависимости¹³⁵ на 2/3 объясняется снижением рождаемости (показатель – коэффициент фертильности) и на 1/3 ростом ожидаемой продолжительности жизни¹³⁶.

134 Chand Sh.K., Jaeger A. Aging Populations and Public Pension Schemes. Wash.: IMF, 1996. Occasional Paper. No. 147.

135 Это процент лиц возраста «зависимости» (до 15 и старше 64 лет) относительно лиц «экономически трудоспособного» возраста (от 15 до 64 лет) (World Bank Database).

136 United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2017). World Population Prospects: The 2017 Revision, Key Findings and Advance Tables. Working Paper No. ESA/P/WP/248.

На мировом уровне устойчивое снижение коэффициента фертильности началось с 1964 г. Через поколение (примерно 30 лет, 1994 г.) произошло **первое обострение влияния демографических факторов** (табл. 28). В 1994 г. выходит Доклад Всемирного банка по угрозам кризиса старения с рекомендациями создавать многоуровневые пенсионные системы¹³⁷.

Второе обострение влияния демографических факторов пришлось на конец 2000-х гг. В этот период (с 2010 г.) начинается ускорение роста коэффициента возрастной зависимости (начало роста – 1984 г.) (табл. 28)

Таблица 28.

Динамика демографических показателей с прогнозом на 2030 г.

Мир в целом											2025–
	1960	1964	1970	1980	1990	2004	2010	2014	2017	2030	
Коэффициент фертильности ¹	4,98	5,07	4,77	3,72	3,26	2,59	2,51	2,46	2,43	2,39	
Ожидаемая продолжительность жизни ²	52,6	54,7	58,7	62,9	65,4	68,9	70,7	71,7	72,2	73,8	
Коэффициент возрастной зависимости ³	8,6	8,9	9,3	10,0	10,1	11,3	11,7	12,4	13,3	20	

1 Fertility rate, total (births per woman).

2 Life expectancy at birth, total (years).

3 Age dependency ratio, old (% of working-age population)

Источник: World Bank Database. На 2025–2030 – Прогноз ООН (Коэффициент фертильности, Ожидаемая продолжительность жизни – World Population Prospects: The 2017 Revision, Key Findings and Advance Tables. UN Department of Economic and Social Affairs, Population Division, 2017. Working Paper No. ESA/P/WP/248; Коэффициент возрастной зависимости – World Population Ageing 2017 – Highlights. UN Department of Economic and Social Affairs, Population Division, 2017 (ST/ESA/SER.A/397).

Третье обострение влияния демографических факторов связано с прохождением странами порогового значения коэффициента фертильности ниже уровня 2,1, после которого через поколение (30 лет) нарушается процесс простого воспроизводства населения.

Для России — это 1997 г., для стран Северной Америки – 2002 г., для стран Европы – 2005 г., для стран Латинской Америки – 2045 г. (табл. 29).

Четвёртое обострение влияния демографических факторов будет связано с прохождением многими странами через поколение (30 лет) достигнутых в прошлом минимумов по коэффициентам фертильности (1997–1998 гг.). Их влияние, прежде всего, охватит страны Европы и России в 2027–2028 гг. (табл. 29). Страны Латинской и Северной Америки, Азии и Африки пока не достигли обозначенных минимумов (табл. 29).

Таблица 29.

Влияние демографических факторов по регионам

Группы стран	КОЭФФ. ФЕРТИЛЬНОСТИ				Ожид. продолж. жизни (2017 г.)	Коэфф. возраст. зависимости (2018 г.)	ПРОГНОЗ ООН НА 2025–2030 ГГ.		
	Ниже 2,1		Минимум				Коэфф. фертильности	Ожид. продолж. жизни	Коэфф. возраст. зависимости
	Год	Значение	Год	Значение					
Евросоюз	1975	2,06	1998	1,44	81,0	31,1	1,69	79,8	33,1–37,0
Латинская Америка и Карибы	2015	2,09	2017	2,04	75,7	12,4	1,89	77,1	15,4–17,9
Северная Америка	1972	2,01	2017	1,73	78,9	24,4	1,87	81,4	29,6–33,0
Азия	-	-	2017	2,11	72,3	12,3	2,06	74,6	15,1–17,6
Африка	-	-	2017	3,68	62,7	7,19	3,90	65,7	6,5–6,9
Россия	1967	2,04	1997	1,22	72,1	21,6	1,82	72,9	27,9–31,1

Источник: см. таблицу 28.

Таким образом, можно предположить, что динамика пенсионных систем мира, их реформы связаны с прохождением временных точек, в которых усиливается влияние демографических факторов. Рассматриваются периоды: 1994–2004 гг.; 2005–2008 гг.; 2009–2019 гг. (см. выше точки обострения влияния демографических факторов).

Тренды реформирования пенсионных систем с 1994 г. до 2008 г. Для исследования сформирована выборка из 24 стран¹³⁸.

- развитые страны с коэффициентом возрастной зависимости в 1994 г. более 20% (всего 14 стран: Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Дания, Испания, Италия, Норвегия, Португалия, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция, дополнительно – Нидерланды¹³⁹);
- бывшие социалистические страны с крупными государственными распределительными системами и значимыми экономиками (всего 7 стран: Венгрия, Казахстан, Польша, Россия, Словакия, Чехия, Эстония);
- 3 страны Латинской Америки с крупными экономиками и накопительными системами как основными, введенными до 2000 г.: Чили, Аргентина, Мексика.

Всего по выборке из 24 стран выявлены 400 эпизодов реформирования¹⁴⁰. Для анализа содержания пенсионных реформ разработан классификатор¹⁴¹, включающий **2 группы реформ – структурные и параметрические (вставка 2)**, 11 подгрупп и 90 позиций (с использованием подхода ОЭСР¹⁴²).

1994–2004 годы

По 24 странам выделено **92 эпизода пенсионных реформ**, в том числе **36 – структурных и 44 параметрических** (см. вставку 2) (табл. 30). Реформы сконцентрированы по направлениям и «вписаны» в 35 позиций классификатора, в т. ч. 14 позиций представляют структурные реформы¹⁴³.

Ядро структурных реформ в этот период – массовое внедрение странами рекомендуемой Всемирным банком **модели многоуровневой пенсионной системы**. Происходило активное создание новых, преимущественно обязательных, накопительных пенсионных схем.

- | | |
|-----|--|
| 139 | World Bank Database. |
| 140 | Полная таблица с описанием реформ по странам и периодам см. в рабочих материалах исследования – часть III, табл. 5 (www.researchgates.ru). |
| 141 | Подробная информация о классификаторе и его структуре см. в рабочих материалах исследования (www.researchgates.ru) |
| 142 | Подход представлен в докладах «Взгляд на пенсии» (Pension at a Glance) за 1994–2017 годы. Доклады охватывали период каждые два года, классификатор реформ в них менялся. В классификаторе дано обобщенное и детализированное представление о пенсионных реформах в ОЭСР за указанные годы. |
| 143 | Подробная информация о распределении реформ по структуре классификатора представлена в рабочих материалах исследования – часть I, раздел 1–2 (www.researchgates.ru). |

В большинстве случаев ввод накопительных схем (DC-схем второго уровня или NDC-схем, см. – **вставка 1**) проходил с делением ставки взноса между накопительной и распределительной частью и уменьшением доли последней (Венгрия – 1998 г., Польша – 1999 г., Швеция – 1999 г., Россия – 2002 г., Эстония – 2003 г., Словакия – 2004 г., Норвегия – 2004 г., 2005 г.).

Реже распределительные схемы (1 уровень) менялись на накопительные (2 уровень). Это – Казахстан – 1998 г., Мексика – 1997 г., Аргентина – 1994 г.¹⁴⁴.

Меньшее число стран внедряло добровольные накопительные схемы (3 уровень) как дополнительные: Эстония, Аргентина; Австрия, Германия. В развитых странах третий уровень был развит ещё до начала волны реформ.

Таблица 30.

Содержательная структура реформ по периодам до 2008 г.

Содержание (с кодом подгруппы по классификатору)	1994–2004 гг.		2005–2008 гг.	
	Число эпизодов	Доля, %	Число эпизодов	Доля, %
А – структурные реформы	36	39	27	37
А. I. Ввод новых пенсионных схем, их поддержка	21	23	17	23
А. II. Замена одной схемы на другую. Новые подходы к учёту и расчётам	11	12	2	3
А. III. Существенные ограничения прав участников	2	2	3	4
А. IV. Отход от заданных направлений реформирования	2	2	5	7
В – параметрические реформы	56	61	48	63
В. I. Изменение необходимых условий для назначения пенсии	17	19	13	17
В. II. Стимулы для более позднего выхода на пенсию	9	10	4	5
В. III. Ограничения досрочного выхода на пенсию	7	8	6	8
В. IV. Изменения порядка расчёта и индексации пенсий	16	17	8	11

В.V. Расширение нулевого уровня (социальные пенсии)	1	1	4	5
В.IV. Поддержка и совершенствование действующих схем	2	2	9	12
В.VII. Поддержка экономики с использованием пенс. системы (налоги на пенсии, снижение взносов для работодателей и др.)	4	4	4	5
Всего, структурных и параметрических (А и В)	92	100	75	100

Источник: сформированная совокупность эпизодов пенсионных реформ по кодам классификатора – часть III, табл. 5 (рабочие материалы исследования (www.researchgates.ru))

Ядро параметрических реформ – снижение пенсионных обязательств государства путём:

- **повышения пенсионного возраста** (Нидерланды, Швейцария, Великобритания, Чехия, Венгрия, Словакия, Эстония, Аргентина, Австрия, Бельгия, Дания, Италия),
- **ужесточения верификации доходов для расчёта пенсии** (Финляндия, Германия, Норвегия, Португалия, Швеция, Венгрия, Польша, Словакия, Аргентина) и др.,
- **применения более низких коэффициентов при расчёте и корректировке пенсии** (Бельгия, Финляндия, Германия, Италия, Швейцария, Венгрия) и др.,
- **стимулирования позднего выхода на пенсию:** повышенные коэффициенты, бонусы (Австрия, Финляндия, Франция, Германия, Италия, Португалия, Чехия, Польша) и др.

2005–2008 годы

По 24 странам выделено 75 эпизодов пенсионных реформ, в том числе 27 – структурных и 48 параметрических (см. **вставку 2**) (**табл. 29**). Реформы сконцентрированы по направлениям и «вписаны» в 37 позиций классификатора, в т. ч. 14 из них – по структурным реформам.

По сравнению 1994–2004 годами произошла небольшая корректировка тренда в сторону роста параметрических реформ (**табл. 30**).

Ввод новых накопительных схем сменился расширением их охвата (в Норвегии – установление обязательного минимального взноса работодателя, в Мексике – обязательное присоединение новых работников и работников государственного сектора, в Чили – переход к обязательному участию, в Великобритании – ввод дополнительной Национальной сберегательной схемы с автоподпиской для лиц, не участвующих в других программах). Активнее вводились добровольные схемы с налоговыми льготами (Венгрия,

Польша, Франция, Португалия). В России – программа финансирования пенсий.

Обозначилось **обратное движение** – отказ от проведённых преобразований. Это – национализация пенсионных накоплений и воссоздание солидарных схем (Аргентина в 2008 г. и 2003–2005 годах), закрытие участия в накопительной схеме для лиц 1966 г.р. и старше (Россия, 2005 г.), после внедрения прогрессивных ставок взноса в солидарных схемах – возврат на фиксированную ставку (Великобритания).

Сохранялся курс на снижение пенсионных обязательств государства: ограничения досрочного выхода на пенсию (кроме России, Казахстана). Это – запрет раннего выхода (для отдельных категорий), ужесточение условий выхода в корпоративных планах (Польша, Великобритания), разные формы снижения пенсии (Италия). Стимулы позднего выхода применялось в меньшем числе стран (Великобритания, Аргентина).

Сформировалось новое направление – поддержка людей с низкими доходами: Бельгия, Франция, Испания (рост минимальных пенсий); Швейцария (снижение минимального заработка для назначения пенсии).

В 2005–2008 годах тренд реформирования скорректирован, но не изменён: завершались начатые ранее преобразования, происходила адаптация распределительных систем к новым условиям через параметрические реформы. Новые направления – контрреформы и расширение нулевого уровня пенсионной системы (социальные пенсии, поддержка населения с низкими доходами (**вставка 1**)) обозначились в самом конце периода и, как будет показано ниже, активизированы после 2008 г.

2009–2019 годы

Кризис 2008–2009 гг. совпал с новым обострением демографических факторов (ускорение роста коэффициента возрастной зависимости с конца 2000-х гг.) (см. выше).

Следствием стала **переоценка модели многоуровневых пенсионных систем.**

Для проверки сохранения тренда реформирования в 2009–2019 гг. дополнительно рассмотрены периоды 2009–2013 гг. и 2014–2019 гг.

Всего в 2009–2019 годах по 24 странам выделены 233 эпизода пенсионных реформ (в 1994–2004 годах – 167 эпизодов – см. ссылка на первую статью). В составе реформ – 73 структурных и 134 параметрических преобразования (о классификации реформ¹⁴⁵) (табл. 31).

Таким образом, **первое изменение** в трендах реформирования в этот период – **реформы диверсифицировались** – по 90 позициям классификатора (против 35 позиций в 1994–2004 гг.).

Таблица 31.

Содержательная структура реформ в 2019–2009 годах

Содержание (с кодом подгруппы по классификатору)	2009–2019 гг.		2009–2013 гг.		2014–2019 гг.	
	Число эпизодов	Доля, %	Число эпизодов	Доля, %	Число эпизодов	Доля, %
А – структурные реформы	73	31	40	34	33	30
А.І. Ввод новых пенсионных схем, их поддержка	36	15	19	16	17	15
А.ІІ. Замена одной схемы на другую. Новые подходы к учёту и расчётам	9	4	6	5	3	3
А.ІІІ. Существенные ограничения прав участников	10	4	7	6	3	3
А.ІV. Отход от заданных направлений реформирования	18	8	8	7	10	9
В – параметрические реформы	160	58	56	66	78	70
В.І. Изменение необходимых условий для назначения пенсии	46	20	22	18	24	22
В.ІІ. Стимулы для более позднего выхода на пенсию	19	8	11	9	8	7
В.ІІІ. Ограничения досрочного выхода на пенсию	10	4	3	2	7	6
В.ІV. Изменения порядка расчёта и индексации пенсий	32	14	15	12	17	15
В.V. Расширение нулевого уровня (социальные пенсии)	10	4	4	3	6	5
В.ІV. Поддержка и совершенствование действующих схем	22	9	17	14	5	5
В.VІІ. Поддержка экономики с использованием пенс. системы (налоги на пенсии, снижение взносов для работодателей и др.)	21	9	10	8	11	10
Всего, структурных и параметрических (А и В)	233	100	122	100	111	100

Источник: Рабочие материалы исследования – часть III, табл. 5 (www.researchgates.ru)

Кризис 2008 г. привёл к резкому снижению стоимости пенсионных накоплений в развивающихся странах со «слабыми» финансовыми рынками.

Для стран «чилийской» модели с отказом от распределительной системы в пользу частной накопительной это означало снижение коэффициента замещения¹⁴⁶ и его «восполнение» за счёт повторного ввода распределительных схем (Чили 2008 г.), крайний случай – национализация пенсионных накоплений (Аргентина, 2008 г.).

Для стран, вводящих накопительный компонент посредством изъятия части взносов из распределительной системы, это привело к увеличению нагрузки на бюджет, что во время кризиса при ухудшении показателей дефицита бюджета, госдолга оказалось критическим.

Результат – **второе и наиболее заметное изменение в трендах реформирования** – трансформация накопительных компонентов:

- переход от обязательного участия к опциональному (подтверждение дальнейшего участия, возможность перевода накоплений в распределительный компонент) – Россия, Польша, Венгрия, Словакия;
- национализация пенсионных накоплений (Польша (в части), Венгрия);
- мораторий на формирование пенсионных накоплений (Россия);
- «реанимирование» накопительных схем: снижение издержек на администрирование, централизация институтов (Дания, Италия, Испания, Великобритания, Польша, Эстония, Чили).

Новые накопительные схемы вводились как условно-обязательные или добровольные (Великобритания 2008, NEST, Чехия¹⁴⁷ (2013 г.)) с дополнительной экономической и административной поддержкой.

В распределительном компоненте усилилось **укрепление устойчивости распределительных систем, допускались контрреформы**:

- повышение пенсионного возраста с привязкой к динамике продолжительности жизни, расширение стимулов позднего выхода, повышение взносов (рост ставок, расширение базы для их начисления), ввод схем гарантированного обеспечения минимальной пенсией (Финляндия, Великобритания, Эстония, Мексика, Чили, Аргентина, Казахстан);
- контрреформы: возврат фиксированной ставки взноса без привязки к уровню дохода (Казахстан), снижение пенсионного возраста или отказ от его запланированного повышения (Чехия, Польша), возврат к индексации пенсий по инфляции вместо индекса роста

146 Соотношение средней пенсии и средней заработной платы (по категориям: низкий доход, средний доход, высокий доход).

147 Небольшое замещение взноса из страховой части, остальное – из собственных средств застрахованного.

доходов (Венгрия, Аргентина), смягчение условий досрочного выхода на пенсию (Португалия).

Выделенные внутри периоды 2009–2013 гг. и 2014–2019 гг. отличались общностью структуры направлений реформирования по кодам классификатора (табл. 31) (для сравнения – см. табл. 30).

Таким образом, **можно констатировать изменения в трендах реформирования** после прохождения точки усиления влияния демографических факторов в период конца 2000-х гг.

Новые направления реформирования после 2009 г. были связаны с усилением влияния экономических факторов (то же – Хольцман Р.¹⁴⁸) и растущими финансовыми нагрузками на бюджетную систему.

Оставляя в стороне вопросы цикличности чувствительных для пенсионных систем макроэкономических факторов и связанную с ними волновую динамику пенсионных реформ, можно предположить, что, кроме демографических факторов, содержание и глубина реформ всё в большей степени определяется макроэкономическими переменными.

Влияние экономических факторов

Набор индикаторов для оценки влияния экономических факторов основывается на системе чувствительных для пенсионной системы индикаторов Всемирного банка. Это – уровень безработицы; бюджетный дефицит и госдолг в % от ВВП; темп роста ВВП; расходы бюджета на пенсионную систему в % от ВВП.

Детальный анализ этой связи представлен в рабочих материалах исследования¹⁴⁹.

Для группы развитых стран с большей устойчивостью экономик является прямая зависимость: чем хуже макроэкономическая динамика, тем больше глубина реформ.

В 2009–2019 гг. оценка глубины реформ в баллах была заметно выше, чем за 10-летний период с 1994 по 2004 годы. Активные преобразования в ответ на макроэкономические вызовы проводили **Великобритания, Италия, Франция, Португалия, Финляндия**. После экономического кризиса 2008–2009 гг. у этих стран заметно ухудшилась ситуация с государственным долгом и расходами бюджета на пенсии.

Для группы развивающихся стран, а также Чехии, Словакии, Эстонии значительные по интенсивности реформы проходили на фоне менее значимых ухудшений экономической динамики (меньшая

148 *Holzmann R. Global Pension Systems and Their Reform: Worldwide Drivers, Trends, and Challenges. Social Protection and Labour. Wash.: World Bank. Discussion Paper. № 1213. May 2012.*

149 Подробный анализ чувствительных для пенсионных реформ макроэкономических факторов и их связь с интенсивностью реформ см. в Рабочих материалах исследования – часть IV, табл. 16, 17. URL: https://www.researchgate.net/publication/335260540_Waves_of_Pension_Reforms_Working_Papers.

устойчивость экономик). Зависимость интенсивности пенсионных реформ от ситуации в экономике прослеживается более чётко. Лидеры по глубине реформирования (Венгрия и Польша) отличались худшими экономическими показателями по сравнению с другими странами группы. Это – безработица, дефицит бюджета (до 2009 г.). После 2009 г. обостряется ситуация с государственным долгом у **Венгрии**, сохраняются на высоком уровне расходы бюджета на пенсионное обеспечение. Давление на **Россию** (следующая страна, по бальной оценке глубины реформ) оказывают низкие темпы экономического роста, восстановившиеся в существенно меньшей степени, чем до кризиса, и более чем 5-кратный рост доли расходов бюджета на пенсии (после ввода накопительного компонента). В **Эстонии** глубокие провалы в макроэкономике (динамика ВВП, дефицит бюджета, безработица) вызвали активные реформы¹⁵⁰. Всё это подтверждает **зависимость глубины пенсионных реформ от влияния чувствительных для пенсионных систем экономических факторов**.

Глобальный тренд реформирования пенсионных систем до 2030–2035 гг.

На фоне постепенно усиливающегося влияния демографических факторов следующее обострение их влияния ожидается в 2027–2028 гг. для стран Европы и России (см. выше).

Это позволяет предположить **пролонгацию обозначенного тренда** до 2030 г. Для него характерны:

- **непрерывность пенсионных реформ разной глубины, встроенная неустойчивость пенсионных систем** как сегмента глобальных финансов, всё большая их «приватизация» (снятие ответственности с государств) по мере ухудшения демографических факторов;
- **сужение сферы ответственности государства до гарантирования минимальных пенсий** (трудовых, социальных) при выполнении определённых условий (минимальный трудовой стаж или уровень пенсионных взносов);
- **переход на добровольные частные или корпоративные накопительные схемы с самостоятельной уплатой взносов застрахованными лицами** (при государственной поддержке, обязанности создания работодателями);
- **усиление регулирования условий формирования и выплат пенсий;**
- **переход на гибкие параметры пенсионной системы в привязке к динамике продолжительности жизни** (условия выхода на пенсию, порядок расчёта и индексации пенсий, размер минимальных пенсий).

9.4 Суверенные фонды как глобальные инвесторы: прошлое, будущее¹⁵¹

Многолетние тренды. Растёт число суверенных фондов (в 2,6 раза за последние 20 лет, в 1,3 раза за последние 10 лет). Увеличиваются активы под их управлением (в 2,4 раза за последние 10 лет, в конце 2018 г. – 6,9 трлн долл.)¹⁵².

Виды и основные параметры крупнейших суверенных фондов (в дальнейшем – СФ). Суверенные фонды разнообразны, но всех их объединяет: а) государственная собственность; б) конечный бенефициар – население страны (федеративной единицы); в) отсутствие прямой целевой взаимосвязи между источниками формирования и обязательствами; г) преимущественно долгосрочный характер инвестирования.

Суверенные фонды выполняют как минимум одну из функций: сберегательную (сберегательные СФ), макроэкономической стабилизации (стабилизационные СФ), развития национальной экономики (развития), управление государственными финансовыми активами с более высокой доходностью (стратегические СФ) (табл. 32).

Таблица 32.

Параметры 20 крупнейших суверенных фондов (2018 г.)

Страна	Фонд	Год за- пуска	Активы на конец года, млрд долл.		Тип фон- да*
			2008	2018	
Норвегия	Государственный пенсионный фонд Глобальный (GPF-G)	1990	327	950	сб.
Китай	Китайская инвестиционная корпорация (CIC)	2007	298	941**	стр., р.
ОАЭ (Эмират Абу-Даби)	Инвестиционное агентство Абу-Даби (ADIA)	1976	280	590	стр.

151 Подраздел подготовлен к.э.н. А.В. Комовой.

152 Анализ количественных характеристик суверенных фондов см.: Комова А.В. Суверенные фонды 1990–2030 гг.: эволюция, прогноз роста // Банковские услуги. – 2019 – № 8.

Кувейт	Фонд будущих поколений под управлением Кувейтского инвестиционного агентства (KIA)	1976	196	483	сб.
Китай (Гонконг)	Инвестиционная компания государственного валютного управления (SAFE)	1997	300	440	стр.
Сингапур	Инвестиционная корпорация Правительства Сингапура (GIC)	1981	166***	400***	стр.
Китай	Национальный фонд социального страхования	2000	82	326	сб.
Катар	Катарское инвестиционное агентство (QIA)	2005	52	320	стр.
Саудовская Аравия	Государственный инвестиционный фонд	1971	39	300	р.
Китай (Гонконг)	Инвестиционный портфель Валютного фонда	1993	117	267	стр.
ОАЭ (Эмират Дубай)	Инвестиционная корпорация Дубай (ICD)	2006	82	239	стр.
Сингапур	Холдинговая компания Темасек	1974	90***	231***	стр.
ОАЭ (Эмират Абу-Даби)	Matoura (ранее – Mubadala)	2002	14	226	стр.
Южная Корея	Корейская инвестиционная корпорация (KIC)	2005	22	132	стр.
Австралия	Государственный фонд будущих поколений	2006	41	104	сб.
Иран	Национальный фонд развития	2011	-	91	р.
Кувейт	Главный резервный фонд (GPRF) под управлением KIA	1953	42	85	стаб.
Казахстан	АО «Фонд национального благосостояния “Самрук-Казына”»	2008	61	67	р.
США (Аляска)	Постоянный резервный фонд	1976	29,3	61,9	стаб.
Казахстан	Национальный фонд республики Казахстан	2000	27,4	61,6	сб.

* Сб. – сберегательный СФ, стаб. – стабилизационный фонд,
р. – фонд развития, стр. – стратегический фонд.

** на конец 2017 г.

*** на 31 марта следующего года

Источники: годовые, квартальные, месячные отчеты фондов; IMF Article IV Consultation Reports; публикации на официальных сайтах фондов; заявления официальных лиц (из публикаций в прессе); оценки международных рейтинговых агентств; SWF Institute (при отсутствии иных достоверных источников, для Национального фонда развития Ирана, QIA, SAFE Investment Company, GIC).

Глобальные тренды 1950–2010-е гг.

Эволюция видов СФ: от стабилизационных фондов до фондов развития. Можно выделить 5 этапов развития СФ (табл. 33).

До середины 2000-х гг. рассматривались отдельные виды фондов, с 2008 г. возникло обобщающее понятие «суверенный фонд». С 2011 г. акцент смещается на совместные инвестиции. Создаются СФ – государственные инвестиционные компании для совместных проектов с другими СФ только на национальной территории, а также для зарубежных проектов с участием национальных компаний¹⁵³. Фонды, созданные по данной модели, объявляют себя суверенными (указание в официальных публикациях, членство в IFSWF), несмотря на то, что не удовлетворяют классическому определению МВФ¹⁵⁴.

Таблица 33

Эволюция развития суверенных инвестиционных фондов

Период	Характеристика	Типы фондов	Исследуемые вопросы
1950–1999 гг. Первые фонды	Возникновение первых фондов (для большинства источник – нефтяные доходы, исключения – СФ Сингапура и ряда тихоокеанских стран). Минимальное внимание общественности.		Влияние СФ на национальную экономику (макроэкономическая стабильность, роль в национальном развитии, в финансировании отложенных государственных обязательств и др.)
2000–2008 гг. Золотой век создания	Быстрый рост числа и активов СФ (особенно 2006–2008 гг. – по 7–8 новых фондов в год). Политика МВФ, рекомендующая создание стабилизационных СФ ²	Отдельные виды (стабилизационные, резервные, фонды будущих поколений, сберегательные фонды)	

153 РФПИ и итальянский CDP Equity – 2011 г., сенегальский FONSIS 2012 г., французский CDC International – 2014 г. (в конце 2018 г. вошёл в состав государственного банка развития BPI France) и др.

154 *Sovereign wealth fund* (в русской версии – суверенный фонд благосостояния) определяется как инвестиционный фонд или схема специального назначения (*special purpose investment funds or arrangements*), находящиеся в государственной собственности. Суверенные фонды создаются государством для достижения макроэкономических целей и владеют, распоряжаются или управляют активами с целью выполнения финансовых задач и используют разные инвестиционные стратегии, в том числе инвестируют средства в иностранные финансовые активы См.: Balance of Payments and International Investment Position Manual. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2009 (6th edition). \$6.93–6.98.

2008–2010 гг. СФ завоевывают мировой рынок + стабилизация дома	Возросшая активность СФ на глобальном финансовом рынке (рост числа и среднего объёма сделок). Преобладает настроенное отношение к СФ (особенно из Азии). С 2009 г. – СФ в роли стабилизаторов национальных экономик	Обобщающее понятие «суверенный фонд» (суверенный фонд благосостояния, суверенный инвестиционный фонд)	Роль СФ в глобальных финансах, значение для экономик принимающих инвестиции стран. Прямые инвестиции СФ
2011–2012 гг. Вторая волна создания СФ для национальных инвестиций	Создание СФ для осуществления совместных инвестиций с другими СФ и крупными инвесторами	Понятие СФ закрепляется за категорией стратегических государственных фондов ⁴ и фондов, инвестирующих преимущественно в национальные экономики ⁵	Концепция «национального» СФ (domestic SWF)
2013–2019 гг. Рост престижа статуса СФ, время сотрудничества	Снижение темпов создания новых СФ (причины – падение цен на нефть и снижение объёма международных резервов с конца 2014 г.). Рост привлекательности статуса СФ.		

1

Бортолотти называет период 2000–2007 гг. – «золотой век», «великая аккумуляция» См.: *Bortolotti B., Marcus M. Coming of Age: the Evolution of Global Sovereign Wealth Fund Equity Investment // Dealing with Disruption. IFSWF Annual Review 2017. P. 31.*

2

В рамках консультаций («Article IV Consultations» – консультации в соответствии со ст. IV Соглашения МВФ) МВФ настоятельно рекомендует всем ресурсозависимым странам создание стабилизационных фондов. С одной стороны, бесспорно, создаются условия для большей финансовой стабильности. Но эта стабильность носит краткосрочный характер. С другой стороны, что важнее, ещё больше консервируется сложившееся место страны в мире как поставщика ресурсов, сокращается финансовый потенциал

страны по диверсификации экономики, развития более технологичных отраслей.

3

Рост среднего размера прямых инвестиций в 8 раз, числа – в 6–7 раз при среднегодовом росте общего объёма на 70% с 2000 г. по 2007 г. (*Bortolotti B., Marcus M. Coming of Age: the Evolution of Global Sovereign Wealth Fund Equity Investment P. 34 // Dealing with Disruption. IFSWF Annual Review 2017).*

4

Национальная инвестиционная корпорация Правительства Казахстана, малайзийская Казанах, Инвестиционная корпорация Правительства Сингапура и др.

5

Казахский Самрук-Казына, российский РФПИ, итальянский GDP Equity SpA и др.

Рост концентрации и объёма активов. В течение последних 20 лет характерен резкий рост числа фондов (12 – в 1980 г., 19 – в 1990 г., 31 – в 2000 г., 63 – в 2010 г., 79 – в 2019 г.), а за последнее десятилетие¹⁵⁵ – концентрации активов (табл. 34).

Таблица 34.

Показатели концентрации активов СФ, на конец года

Показатель	2008	2013	2018
Число фондов	58	75	78
Активы под управлением, трлн долл.	2,9	5,3	6,9
Средний размер фонда, млрд долл.	50	70	90
Доля трёх крупнейших фондов, %	31	36	36
Доля десяти крупнейших фондов, %	67	70	72
Доля пятнадцати крупнейших фондов, %	78	79	86

Источник: составлено автором.

Структура суверенных фондов – устоявшаяся: очень крупные лидеры (2 неизменных лидера в течение 2008–2017 гг.¹⁵⁶, десятка крупнейших фондов почти не меняется на протяжении последнего десятилетия¹⁵⁷) и большое число участников с небольшим объёмом активов.

Копирование моделей СФ. На всех этапах копировались удачные модели СФ. Наиболее распространённые: модель стабилизационного нефтяного фонда (большинство фондов, начиная с кувейтского GPRF); стратегические фонды, созданные путём передачи государственных долей в национальных компаниях для повышения эффективности их управления (первый – Темасек, с последующим переходом к внешним инвестициям; часть SIC, инвестированная в национальные активы (*Central Huijin*)); французские, итальянские, казахская Самрук-Казына и др.), пенсионные резервные фонды (Норвегия, Австралия, Новая Зеландия) и др.

Рост доли фондов развития при снижении доли стратегических фондов. Относительная доля стабилизационных и сберегательных фондов стабильна (табл. 35).

156 Государственный пенсионный фонд Глобальный (Норвегия) и Китайская инвестиционная корпорация.

157 Семь фондов неизменно за 2008–2018 гг. входят в десятку крупнейших: Государственный пенсионный фонд Глобальный (Норвегия), Китайская инвестиционная корпорация, Инвестиционная компания государственного валютного управления (Гонконг), Инвестиционное агентство Абу-Даби, Фонд будущих поколений и Главный резервный фонд под управлением Кувейтского инвестиционного агентства, Инвестиционная корпорация Правительства Сингапура, Инвестиционный портфель Валютного фонда (Гонконг).

Таблица 35.

Структура фондов по видам

	2008	2013	2018
Число фондов, в т. ч.	58	75	78
- фонды развития	6	14	16
- стабилизационные фонды	20	24	27
- сберегательные фонды	14	17	17
- стратегические фонды	21	25	23
Относительная доля фондов в общем числе, %			
- фонды развития	10	19	21
- стабилизационные фонды	34	32	35
- сберегательные фонды	24	23	22
- стратегические фонды	36	33	29

Примечание. Сумма не даёт 100%, так как некоторые фонды совмещают несколько основных функций

Ликвидация неэффективных СФ. За последнее десятилетие более 10 фондов прекратили существование. Причины разнообразны: изменение целевого назначения, исчерпание активов, реорганизация, смена формы фонда (табл. 36).

Таблица 36.

Причины исчезновения суверенных фондов (2018–2007 гг.)

Смена целевого назначения (3 фонда)	Исчерпание в ходе стабилизационных мер (3 фонда)	Смена формы СФ (1 фонд)	Реорганизация при сохранении целевой деятельности, но по мере статуса СФ (5 фондов)
Стабилизационный фонд разделён на Резервный фонд и ФНБ, РФ (2004–2008 гг.); Медный стабилизационный фонд Чили разделён на 2 фонда: Экономической и Социальной стабилизации и Резервный пенсионный (1985–2007 гг.); активы ирландского NPRF переданы Стратегическому инвестиционному фонду (2001–2014 гг.)	Резервный фонд РФ (2008–2017 гг.); Фонд регулирования государственных доходов Алжира (2004–2017 гг.); Суверенный фонд Бразилии (2009–2018 гг.)	Нацио-нальный фонд Казахстана – переход управления Национальной инвестиционной корпорации	Французский фонд Стратегических инвестиций и CDC International Capital (2014–2018 гг.) вошли в структуру национального банка развития Bpifrance (2008–2012 гг.); Индонезийский PIP ликвидирован, полномочия переданы PT. Sarano Multi Infrastruktur (инвестиции в национальную инфраструктуру); Консолидация СФ в Абу-Дави (ОАЭ); Matouga (до 2019 г. именовался Mubadala) объединила активы IPIС (1984–2017 гг.) и ADIC (2007–2017 гг.)
Иранский Нефтяной стабилизационный фонд (1999–2011 гг.) исчерпан, создан Национальный фонд развития			

При изменении целевого назначения характерно как выделение отдельно пенсионного резервного фонда (Чили, РФ), так и «перенастройка» деятельности СФ, ранее выполнявших долгосрочные цели, на стратегическое развитие страны: обеспечение будущих пенсионных обязательств (Ирландия¹⁵⁸), стабилизационные (Иран¹⁵⁹).

Все фонды, исчерпавшие активы, создавались в целях стабилизации. Период возникновения – время высоких цен на нефть, ликвидации соответствующих кризису на сырьевых рынках. Это подтверждает неэффективность стратегии «латания дыр», необходимость направления средств на решение стратегических экономических задач страны.

Уникальная для Казахстана модель – попытка смена формы СФ. В 2000 г. в стране создан Национальный фонд (стабилизационный СФ). В 2012 г. для управления его валютным портфелем (преимущественная часть средств фонда – более 95%¹⁶⁰) и частью международных

158 Национальный пенсионный резервный фонд (2001–2014 гг.) преобразован в Стратегический инвестиционный фонд (цели – экономический рост и занятость при получении коммерческого дохода, часть средств – в составе Глобального портфеля, который с 2016 г. управляется консервативно, для возможности быстрого изъятия средств для национальных инвестиций). Перед реорганизацией часть средств фонда была направлена на recapitalization крупнейших национальных банков и финансовую поддержку банковского сектора, экономики и государственных финансов. Инвестиции с 2019 г. стали иметь еще менее коммерческий характер (снижены требования к норме доходности, детальная характеристика направлений проектов – Brexit, жилищное строительство, возобновляемая энергетика и т. д.). Часть средств передаётся в Стабилизационный фонд (Rainy Day Fund) и на целевые государственные расходы (жилищное строительство) (Источники: Отчёты с официального сайта Стратегического инвестиционного фонда и казначейства Ирландии).

159 Замена Нефтяного стабилизационного фонда (OIS) (1999–2011 гг.) на Национальный фонд развития (NDFI) проявилась не только в изменении институциональной структуры (OIS – счёт в ЦБ, NDFI – отдельная институциональная структура) и формуле расчёта поступлений, но и в инвестиционном профиле (более высокий объём средств разрешено направлять на кредитование национального коммерческого бизнеса и прямые инвестиции за рубеж, на конец 2017 г. – только около трети средств инвестировалось на зарубежных рынках) [9, Р. 34]. Но как в случае с OIS, так и для NDFI характерно использование средств на финансирование текущих бюджетных расходов. Так, в 2018/2019 отчётном году за счёт средств NDFI было запланировано финансирование обороны, телевидения, ликвидации последствий землетрясений и наводнений и др. (Iran Leader Allows Gov't to Withdraw \$4 Billion from National Development Fund By IFP Editorial Staff. Iran Front Page News, January 24, 2018 (online)).

160 По данным на конец 2017 г. и ранее (Годовые отчёты Национального банка Казахстана).

резервов создана Национальная инвестиционная корпорация. Именно корпорация позиционирует себя как СФ. Корпорация, а не Национальный фонд – член международного объединения СФ – IFSWF. Но управление валютным портфелем Национального фонда продолжает осуществлять центральный банк, в т. ч. привлекаемая внешних управляющих¹⁶¹, а преимущественная часть активов Корпорации вложена в государственные ценные бумаги Минфина Казахстана¹⁶².

Развитие регулирования, информационная открытость СФ. СФ становятся полноправными участниками мирового финансового рынка – появляется международное регулирование этого класса инвесторов, так же как пенсионных, инвестиционных фондов, бирж и проч. В настоящее время это стандарты, выполнение которых не является обязательным.

В 1990–2007 гг. (докризисный период) – отсутствие специфического регулирования. С 2008 г. – разработка правил деятельности СФ объединениями исключительно суверенных фондов (Международный форум СФ¹⁶³), совместных с другими крупными инвесторами (пенсионными фондами¹⁶⁴, инвесторами в альтернативные инвестиции¹⁶⁵).

Значительная часть крупнейших СФ (4 из 6 крупнейших¹⁶⁶) не раскрывают информации о размерах своих активов, позволяя делать только косвенные оценки, причём за весь наблюдаемый период тенденция сохраняется. Но более регулярной становится публикация отчётов, раскрытие информации на сайтах.

- | | |
|-----|--|
| 161 | Годовой отчёт Национального банка Республики Казахстан за 2018 г. |
| 162 | Данные годовой финансовой отчётности Национальной Корпорации за 2018 г. |
| 163 | В 2008 г. создана рабочая группа в рамках МВФ и ВБ, ставшая позднее отдельной организацией – Международным форумом СФ (IFSWF), разработавшая общепринятые принципы и практики деятельности СФ (Принципы Сантьяго). |
| 164 | Платформа CROSAPF (Co-investment Round table of Sovereign and Pension Funds, Крутой стол по соинвестированию для суверенных и пенсионных фондов) создана в 2014 г. |
| 165 | В 2016 г. IFSWF и Совет по стандартам для альтернативных инвестиций приобрели друг у друга статус наблюдателя в целях совместной работы над стандартами |
| 166 | Инвестиционное агентство Абу-Даби, Фонды под управлением Кувейтского инвестиционного агентства, Инвестиционная компания государственного валютного управления (SAFE), Инвестиционная корпорация Правительства Сингапура. |

Индустрия суверенных фондов: прогноз до 2030–2035 гг. Прогнозируется снижающийся темп роста фондов и активов под управлением.

Будет меняться структура фондов.

В период до 2025–2030 гг. произойдёт рост числа и доли фондов развития.

В долгосрочном плане (после 2030 г.) – рост числа стратегических фондов за счёт перехода большего количества существующих фондов, инвестирующих исключительно в национальные активы, в СФ, осуществляющие инвестиции за рубежом.

В долгосрочном плане возможно некоторое снижение числа стабилизационных фондов при направлении большего объёма средств на создания фундамента экономического подъёма (в развивающихся странах).

Будет расти уровень регулирования СФ, разрабатываться более детализированные требования к информационной прозрачности, отчётности, этике, управлению рисками и др. СФ будут наращивать взаимодействие с международными объединениями других инвесторов для разработки совместных стандартов, возможно создание новых совместных организаций. Сохранится ограниченная информационная прозрачность крупнейших азиатских суверенных фондов.

10. Развитие мирового финансового регулирувания

10.1 «Вековая» динамика финансового регулирувания

Тренды в мировом финансовом регулировании могут пониматься и прогнозироваться только **на основе многолетних тенденций**, проявившихся ещё в XIX веке. Чтобы их понять, необходим анализ исторического материала. Только в этом случае будет ясна картина на коротких отрезках времени, оттолкнувшись от которой можно смотреть на 15–20 лет вперёд.

Одной из устойчивых «формул» (**закономерностей**) развития глобальных финансов в XIX–XXI вв. является **углубление их регулирования** по мере **финансиализации** мировой экономики. Система **глобального финансового регулирования** развивалась от разрозненных элементов и простых форм ко всё более сложной, уровневой и «всеохватывающей» архитектуре, адекватной всё большей финансовой глубине воспроизводственной сферы¹⁶⁷.

Детальный анализ «прошлого и настоящего», прогнозирование «будущего» финансового регулирования осуществлены в рамках исследования перестройки глобального управления¹⁶⁸. Наиболее существенные результаты сводятся к следующему.

167 Развитие любого объекта сопровождается адекватным усложнением системы управления и её способности отвечать на всё более крупные риски. Иное приводит к росту рисков, конфликтности и деструкции. Принцип адекватности системы и её управления в полной мере относится и к глобальным финансам.

168 *Миркин Я.М.* Регулирование глобальной финансовой сферы // Дынкин А.А. (ред.). Глобальная перестройка / Под ред. А.А. Дынкина, Н.И. Ивановой; ИМЭМО РАН. М.: Весь мир, 2014. С. 71–92.

В XIX в. финансовые системы были урегулированы между собой только в «крайних точках» (взаимопомощь центральных банков в ликвидности, первые валютные блоки (Латинский и Скандинавский валютные союзы), международные валютные конференции).

XX век принес много новаций. Произошла **институционализация регулирования**. Были найдены формы:

- а) «международного финансового института», призванного урегулировать проблемы, общие для ряда стран (Банк международных расчётов (БМР), 1930);
- б) наднационального органа финансового регулирования (Финансовая комиссия Лиги Наций);
- в) «глобальных» правовых актов, прямо регулирующих финансовые транзакции (Женевские конвенции 1929–1931 гг.).

На **новом этапе (1940–60-е годы)** центром регулирования, как и столет назад, оставались денежные системы, платежи, валютный курс, золото, платёжные балансы, стабилизация.

Но с 1944 г. **финансовое регулирование и его институты впервые стали глобальными вместо очаговых** (Бреттон-Вудская валютная система, МВФ как «центральный банк» и Всемирный банк (банк развития – новация)).

Система регулирования впервые стала двухуровневой. Её «региональный этаж» (валютные зоны, валютные соглашения)¹⁶⁹ базировался на денежных центрах Европы и интеграционных процессах вокруг них. Повсеместно на «нижних этажах» стала тиражироваться конструкция Всемирного банка¹⁷⁰.

Этап «всплеска глобализации», роста по экспоненте финансовой глубины мировой экономики при Ямайской валютной системе, введённой в 1976 г., привёл к тому, что **международное финансовое регулирование «прорвалось» на новые горизонты**.

Возникли **коллективные валюты** («мировая» – специальные права заимствования (СДР, 1969 г.), и **региональные** – экю (1979 г.), затем – евро (1995 г.)). Группа европейских экономик осуществила

169 Европейский платёжный союз (1950–58 гг.), Европейское валютное соглашение (1959–1972 гг.) и созданный для него стабилизационный Европейский валютный фонд, Лондонский золотой пул центральных банков для стабилизации цены золота (1961–1968 гг.), зона фунта стерлингов (1930-е – середина 1970-х гг.), зона франка (1930-е – настоящее время (Западная и Центральная Африка)).

170 Европейский инвестиционный банк (1958 г.), Африканский банк развития (1964 г.), Азиатский банк развития (1966 г.), Межамериканский банк развития (1959 г.), Андская корпорация развития (1967 г.) и др.

глубокую интеграцию своих финансов и их регулирования в рамках ЕС¹⁷¹.

Глобальное финансовое регулирование стало подвигаться к многоуровневому. В нём появилось будущее «политбюро» (G-7) (1975 г.) с регулярными встречами министров финансов. Были созданы мировые и региональные организации финансовых регуляторов¹⁷². После кризиса 1997–98 гг. были поставлены задачи снижения глобальных рисков, перехода к более безопасной мировой финансовой архитектуре. С этой целью был учреждён новый коллективный орган регуляторов – **Форум финансовой стабильности при БМР** (FSF) (1999 г.). В системе регулирования появились и другие функциональные органы¹⁷³. Возникли международные объединения «на личном уровне»¹⁷⁴.

Глобальное регулирование проникло в новую область – во внутреннюю жизнь финансовых систем стран мира (архитектура по всем видам деятельности, услуг, продуктов и финансовых технологий, управление рисками, учёт, взаимодействие с регуляторами). Началась их **гармонизация** (прежде всего, банков),

- 171 Европейская валютная система (1979–1998 гг.), в т. ч. Европейский механизм валютных курсов – I (1979–1998 гг.) и II (с 1998 г. по настоящее время), Европейский фонд валютного сотрудничества (1973–1994 гг., фонд для стабилизации валют); с 1994 г. по настоящее время – Экономический и валютный союз ЕС (Economic and Monetary Union of the European Union (EMU)). Созданы ЕЦБ (1998 г.) и Европейская система центральных банков; Комитет европейских банковских надзорных служб (CEBS, 2004 г.); Комитет европейских регуляторов ценных бумаг (CESR, 2001 г.); Комитет европейских надзорных служб в области страхования и профессионального пенсионного обеспечения (CEIOPS, 2003 г.)
- 172 Базельский комитет по банковскому надзору (BCBS, 1974 г.) при БМР; Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO, 1983 г.), Международная ассоциация страховых надзорных служб (IAIS, 1994 г.), Совместный форум этих организаций при БМР (Joint Forum, 1996 г.), Группа разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (FATF, 1989 г.), Группа «Эгмонт» (объединяет службы финансовой разведки) (The Egmont Group, 1995 г.), Международная сеть пенсионных регуляторов и надзорных служб при ОЭСР (INPRS, 2000 г.)
- 173 Комитет по системам платежей и урегулирования расчётов при Банке международных расчетов (CPSS) (ведёт начало от 1980 г.), Рабочая группа и Глобальный форум ОЭСР по управлению государственным долгом (WPDM, 1990 г.), Глобальный форум ОЭСР по прозрачности и обмену информацией в налоговой сфере (2000 г.), программа ЮНКТАД в области иностранных прямых инвестиций (от 1993 г.), механизмы ВТО в части финансовых услуг (Генеральное соглашение по торговле услугами (1995 г.), Комитет по торговле финансовыми услугами) и др.
- 174 Знаменитая Группа-30 (Group-30, 1978 г.), 30 наиболее известных руководителей финансовой индустрии и регуляторов крупнейших стран мира

подключение к «лучшим» моделям (чаще из практики США), перевод на **международные стандарты**, создание «утоптанной» площадки для движения капитала и трансграничных слияний финансовых посредников и их инфраструктуры (с 1990-х гг.).

В этой связи появился крупный блок саморегулирования, множество ассоциаций участников финансового рынка (мировых, региональных), разрабатывающих общие стандарты¹⁷⁵.

10.2 Дисбалансы регулирования: 2000-е годы

К моменту кризиса 2008–2009 гг. возникли **острые дисбалансы** между уровнем развития глобальных финансов и состоянием системы их регулирования.

Регулирование не успевало за ростом финансовой глубины мировой экономики по экспоненте. Индикатор «Глобальные финансовые активы / Мировой ВВП» составлял 103% в 1980 г., 210% – в 1990 г., 351% – в 2007 г.¹⁷⁶.

Это отставание усиливалось рыночным фундаментализмом, абсолютизацией экономической свободы, дерегулированием как «идеологическими» доминантами в финансовой жизни с начала 1980-х гг. Свобода движения капиталов, неограниченная конвертируемость валют, открытость финансовых рынков, снятие любых барьеров между финансовыми системами стран мира и внутри них понимались как высшая ценность (независимо от особенностей и состояния экономики).

Резко расширились сфера финансовых инноваций и секьюритизации, «теневая банковская система», в которых **регулирование либо отсутствовало, либо было резко ослаблено**. Максимумов достигла

175 Международная ассоциация рынка капиталов (ICMA, от 1969 г.), Международная ассоциация инвестиционных фондов (IIFA, 1987 г.), Всемирная федерация бирж (WFE, от 1962 г.), Международная ассоциация свопов и деривативов (ISDA, 1985 г.), Ассоциация по управлению альтернативными инвестициями (AIMA, 1990 г.), Международная ассоциация сервисного обслуживания ценных бумаг (ISSA, 1979 г.), Международная банковская ассоциация (IBF, 2004 г.), Фонд международных стандартов финансовой отчетности (IFRS Foundation) и внутри него Совет по международным стандартам финансовой отчетности (IASB, от 1973 г.) и др.

176 Расчёты на основе данных Mapping Global Capital Markets. McKinsey Global Institute Annual Reports 2006–2009.

концентрация кредитных и процентных рисков (проблемные долги) в **группе развитых экономик**, прежде всего, в США (отрицательные платёжные балансы, низкие нормы накопления и сбережений, избыточное потребление и «жизнь в долг» государств и домашних хозяйств за счёт импорта капиталов из развивающихся стран). **Сверхвысоким являлся нерегулируемый рыночный риск** («мыльные пузыри» в ценах финансовых и товарных активах на базе многолетнего ослабления доллара США).

Объёмная часть финансовых рынков и риски, накопившиеся в них, были **информационно непрозрачны**. Динамика финансовых рынков определялась острыми конфликтами интересов, преобладанием **интереса к краткосрочной спекулятивной прибыли**. Годами глобальные финансы существовали под воздействием атмосферы и политики «лёгких денег» и низкого процента, проводимой Федеральной резервной системой.

«Финансовая власть» была сверхконцентрирована (доллар США как мировая резервная валюта, МВФ, Федеральная резервная система). Мировая финансовая архитектура была во многом **однополярна, выстроена вокруг англо-саксонской модели** (треугольник «Нью-Йорк / Чикаго – Лондон – офшоры»). Либерализация счетов капитала, расширение числа конвертируемых валют за годы дерегулирования формировали условия для непрогнозируемых движений горячих денег, финансовых инфекций, бегств капитала, манипулирования рынками небольших открытых экономик. Нарастал потенциал рисков, волатильности, встроенной в глобальные финансы¹⁷⁷.

Финансовый кризис 1997–1998 гг. поставил вопрос о создании новой мировой финансовой архитектуры¹⁷⁸, о мониторинге системных рисков, об оценке зрелости финансовых систем. Но рост цен активов и финансиализация 2000-х гг., сняли, по сути, этот вопрос с повестки дня, создали тот неоправданный оптимизм, который всегда преобладает накануне кризисов.

В итоге, масштабы и сложность глобальных финансов вступили в острый конфликт с однополярностью (де-факто) их регулирования, со сверхконцентрацией «финансовой власти». **Система регулирования глобальных финансов стала не адекватна объекту**

177 Детальный анализ см. в книге: *Миркин Я.М.* Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: Кнорус, Телеос, 2011. С. 207–246, 313–343.

178 См., например: *Camdessus Michel.* Toward a New Financial Architecture for a Globalized World. Address at the Royal Institute of the International Affairs, London, May 8, 1998; Report of the Acting Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on Progress in Reforming the IMF and Strengthening the Architecture of International Financial System, IMF, April 12, 2000.

управления. Это стало одной из фундаментальных причин шоков 2007–2009 гг., долгового кризиса еврозоны в 2010–2012 гг.

10.3 Многолетние тренды в мировом финансовом регулировании: от прошлого к 2030–2035 годам

В итоге, к кризису 2008–2009 гг., ясно обозначились **многолетние тренды в глобальном финансовом регулировании:**

Переход к более сложному (чем в XX в.) управлению финансовым развитием с целью содействия устойчивому росту и сбалансированности экономик (больше целей, они сложнее, чем в более простых моделях XX в.).

Как и раньше, финансовыми властями будут решаться традиционные задачи, относящиеся к устойчивости валют, инфляции, проценту, здоровью государственных финансов.

Наряду с ними центральными станут проблемы регулирования структуры собственности, моделей и инструментов финансирования экономики, финансовой глубины, нормы сбережений, накоплений и инвестиций, налоговой нагрузки, баланса между государственными и частными (корпоративными, домашними хозяйствам) финансами, внешними и внутренними финансовыми источниками экономического роста, макропруденциального надзора и урегулирования системных рисков.

Иначе говоря, не только и не столько политика, связанная с оперативными, текущими целями, сколько развитие финансовых систем, стимулирующих устойчивый экономический рост, смягчающих циклическую и привнесённую волатильность. Репрессивные системы налогообложения финансовых операций, развитые в начале 2010-х гг., будут постепенно замещены поощрительным налогообложением, направленным на концентрацию на внутренних рынках ликвидности и длинных денег.

Переход к многоуровневой, многополюсной системе регулирования, способной удерживать, стабилизировать «сверхбольшие» глобальные финансы, растущие опережающими темпами в сравнении с реальной экономикой (с иерархической структурой по линейному, функциональному, региональному и проектному

принципам). Относительно снизится роль МВФ, Всемирного банка, Банка международных расчётов, ОЭСР, ВТО (последняя – финансовые услуги). Рост регулятивной роли, новые центры – G-20 (более 90% глобальных финансовых активов); Совет по финансовой стабильности (FSB, 2009 г.) вместо FSF; новые «СРО» регуляторов¹⁷⁹; новые стабилизационные фонды и институты развития 2-го уровня¹⁸⁰; многосторонние соглашения о валютных свопах между центральными банками (субституты региональных стабилизационных фондов)¹⁸¹; 2-й, наднациональный уровень банковского регулирования и др.¹⁸² В крупных регионах мира будут созданы новые или расширены уже существующие многосторонние стабилизационные фонды, финансовые институты развития и инфраструктурные институты (многосторонние рейтинговые агентства и др.). Повысится роль региональных многосторонних финансовых институтов.

«Укрупнение объектов» как способ обеспечения управляемости финансов, **региональная интеграция** финансовых систем стран мира и их регулирования. **«Коллективизация» валют** как она из форм «укрупнения», см. в подразделе 7.6.

Гармонизация регулятивной инфраструктуры стран мира (глобальный уровень, а также по группам стран), **расширение периметра регулирования** (наднациональный, макро- и микроуровни), **перенос акцентов с унификации финансов** (совместимость и открытость

- 179 Международная ассоциация страховщиков депозитов (International Association of Deposit Insurers, IADI), Международная организация органов пенсионного надзора (IOPS, 2004 г.), Глобальная федерация страховых ассоциаций (GFIA, 2012 г.).
- 180 Европейский стабилизационный механизм (ESM, 2012 г.); Антикризисный фонд ЕврАзЭС (2009 г.); Банк «Юр» (BancoSur, гибрид «МВФ и Всемирного банка») в Меркосур (2009); финансовые институты стабилизации и развития БРИКС (2014 г.) и др.
- 181 «ФРС + центральные банки» (доллар США, 16 стран, 2007–2013 гг.), «центральные банки АСЕАН + КНР, Япония, Южная Корея» (доллар, юань, иена и другие валюты, 14 стран, 2010–2013 гг.), «Народный банк Китая + центральные банки» (юань, 14 стран, 2008–2013 гг.); Азиатский клиринговый союз – центральные банки Южной Азии (9 стран, 2013 г.). Обсуждаются – азиатский, африканский, латиноамериканский валютные фонды.
- 182 Европейская система финансового надзора (European System of Financial Supervision (ESFS, 2012 г.), в будущем – Европейский банковский союз (European Banking Union) и Единый механизм надзора (Single Supervisory Mechanism (SSM)); план создания наднационального финансового регулятора в Евразийском экономическом союзе (2014–2025 гг.) и др.

денежных, кредитных, платёжных систем стран мира, финансовых рынков, их инфраструктуры) на **стабилизацию их рисков**.

Повысится уровень унификации (гармонизация законодательства, международные стандарты макро- и микроуровня, обобщения лучших практик, соглашения об обмене информацией, программы «единого паспорта» на интегрированных рынках, единые правила в глобальных торговых системах и инфраструктурных институтах, согласованные форматы раскрытия информации, расширенная международная статистика).

Сократится **нерегулируемая зона финансов**. Будет продолжаться тенденция к созданию централизованных систем раскрытия информации, хранения, клиринга, расчётов по слаборегулируемым или неорганизованным финансовым сделкам, активам, инструментам и институтам.

Будет развита **система мониторинга и предупреждения системных рисков в глобальных финансах**. Наряду с вниманием к финансовому здоровью отдельных стран, ключевым пунктом станет анализ мировой финансовой архитектуры, её деформаций и концентраций рисков, состояния на различных стадиях циклов, искажений её роли в развитии реальной экономики.

Будет формироваться система количественных (глобальных и региональных) ограничений, направленных на «укрощение» волатильности (многосторонние таргетированные валютные зоны, согласованные коридоры параметров денежной, процентной и бюджетной политики, инфляции, государственного долга, нормы достаточности капитала, левериджа).

Будут сделаны попытки лимитировать объёмы деривативов, таргетировать цены на ключевые сырьевые товары (они стали финансовыми активами, их цены во многом устанавливаются на рынках товарных деривативов).

Расширение размеров вмешательства международных институтов и государств в финансовый сектор (вход на рынок, надзор, раскрытие информации, прямое определение норм, интервенции в деятельность). Неизбежен рост регулятивных издержек и всё большая регламентация финансовой жизни.

Этот процесс нарастает больше 150 лет. Вместе с тем, как указывалось выше, ему свойственна цикличность (тренд 2-го порядка). Вслед за «перерегулированием» будут возникать волны «либерализации», дерегулирования, которые после очередного кризиса вновь будут заканчиваться интервенционизмом финансовых властей.

Длинные циклы в динамике финансового регулирования. Подробный анализ и представление о будущем приведены в **подразделе 2.2**.

10.4 Переход к многополярной системе регулирования

Ответом на вызовы 2007–2009 гг. была **интенсификация тренда – перехода к многоуровневой, многополярной, всё более глубокой системе глобального финансового регулирования**. Её моноцентричность в том виде, в каком она существовала до кризиса 2008 г., была во многом нарушена.

Новым центром финансового регулирования, наряду с G-7, стала группа G-20 (2008 г.). На долю стран G-20 приходится до 90% мирового ВВП, на G-7 – примерно 45–47% (IFSIMF, 2019). В G-20 – десять крупнейших развивающихся стран. G-7 встроена в G-20 как **центр «навигации»** (инициации главных идей и решений).

G-20, представляя более 90% глобальных финансовых активов и не теряя управляемости, концентрирует в себе максимум «финансовой власти». G-20 (по структуре, устройству) – **реальный символ многополярности, первый сбалансированный механизм урегулирования конфликтов финансовых интересов между группами индустриальных и развивающихся экономик**.

G-20 стала «центром управления полётами» в изменении глобального финансового регулирования. Задействован механизм регулярных встреч глав государств, министерств финансов и центральных банков, экспертов (шерп), создания финансовой повестки дня, выдачи поручений и рекомендаций международным институтам «второго уровня» (Совет по финансовой стабильности, МВФ, Всемирный банк, БМР, ОЭСР и другим), принятия обязательств странами – членами G-20 и мониторинга их выполнения. В зависимости от того, насколько «горяча» ситуация, финансовые проблемы могут занимать от 30 до 90% повестки дня.

Ещё одной точкой перехода к **многополярности** стало создание **Совета по финансовой стабильности (Financial Stability Board, в дальнейшем – FSB) (2009 г.) как операционного центра для G-20**. Он заменил собой Форум финансовой стабильности при БМР (FSF), клуб из 12 развитых стран. В Совет вошли 24 страны (члены G-20, азиатские финансовые центры и Нидерланды – «хаб» прямых инвестиций). Каждая страна представлена ведомствами – финансовыми регуляторами и центральными банками. В составе Совета – Европейский союз (Европейский центральный банк, Европейская комиссия), ОЭСР, МВФ, Всемирный банк, Банк международных расчётов, международные ассоциации регуляторов и т. п. Цель – координация международных и национальных институтов регулирования, макропруденциальный

надзор, гармонизация финансовых систем, обеспечение финансовой стабильности.

Сдвигом к многополярности стала **реформа «корпоративного управления» МВФ и Всемирного банка** (перераспределение квот, голо-сов, высшего персонала в пользу развивающихся экономик, повышение требований к числу голосов при принятии ключевых решений).

Закрываются **последние «пустые ниши»** в структуре **международных объединений регуляторов и СРО** как одного из полюсов глобального финансового регулирования. В 2002 г. создана **Международная ассоциация страховщиков депозитов (International Association of Deposit Insurers, IADI)**, в 2004 г. – **Международная организация органов пенсионного надзора (International Organisation of Pension Supervisors, IOPS)**, в 2012 г. – **Глобальная федерация страховых ассоциаций (Global Federation of Insurance Associations, GFIA)**.

МВФ как «мировой фонд» не справился с задачами глобальной финансовой стабилизации в 2008–2012 гг. Поэтому стала выстраиваться вторая линия обороны, ещё **одна форма многополярности – региональные стабилизационные фонды**. В ЕС, в ответ на кризис еврозоны, в 2010–2012 гг. были созданы **три стабилизационных фонда**¹⁸³, в т. ч. «завершающий», постоянно действующий **Европейский стабилизационный механизм (ESM, 2012 г., организация, находящаяся в Люксембурге)**. **Антикризисный фонд** («Евразийский фонд стабилизации и развития») был создан ЕврАзЭС (2009 г.). В 2009 г. инициирован **Банкосур (BancoSur, гибрид МВФ и Всемирного банка)** в рамках стран Меркосур (проект заморожен).

Ещё в 1976 г. был учреждён **Арабский валютный фонд (AMF)**¹⁸⁴, в 1978 г. – **Латиноамериканский резервный фонд (FLAR)**¹⁸⁵, Функции и корпоративное управление в этих фондах построены по аналогу с МВФ.

Ещё один стабилизационный фонд – **Пул условных валютных резервов стран БРИКС (BRICS Contingent Reserve Arrangement, 5 крупнейших развивающихся экономик), созданный в 2015 г.**

183 Европейский механизм финансовой стабилизации (European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM, 2010 г.) (помощь Ирландии Португалии). Европейский фонд финансовой стабильности (European Financial Stability Facility, EFSF, 2010 г.) (помощь Греции, Ирландии и Португалии), замещены Европейским стабилизационным механизмом (European Stability Mechanism, ESM, 2012 г.) (постоянно действующий).

184 Arab Monetary Fund (AMF), члены – 22 арабские страны (создан в 1976 г.).

185 Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), в рамках Андского сообщества (8 стран по состоянию на 2019 г.).

Субститут регионального стабилизационного фонда – **многостороннее соглашение о валютных свопах / пул двусторонних соглашений о валютных свопах между центральными банками** (пул валютных резервов, цель – финансовая помощь в валюте, подкрепление ликвидности в случае угрозы финансового кризиса, стимулы для проникновения своей валюты).

Такое сущение «финансовой власти» возникало в форматах «ФРС + центральные банки» (доллар США, 16 стран, 2007–2013 гг.), «центральные банки АСЕАН + КНР, Япония, Южная Корея» (доллар, юань, иена и другие валюты, 14 стран)¹⁸⁶, «Народный банк Китая + центральные банки» (юань, с 2008 г. двусторонние валютные свопы с десятками центральных банков); Азиатский клиринговый союз (Asian Clearing Union) и валютные свопы внутри него – центральные банки Южной Азии (9 стран).

До конца 2000-х гг. надзор за финансовыми институтами был сосредоточен внутри государств. На международном уровне вырабатывались концепции и стандарты надзора, обобщались лучшие практики.

Кризис 2008–2009 гг. и долговой кризис еврозоны, последовавший за ним, привели впервые к созданию **второго уровня финансового надзора**, нового «**полюса**» и, соответственно, к появлению **многополярности** в этой области – **международных институтов надзора за финансовым сектором**. Эта новация впервые проявила себя в **еврозоне**.

С 2011 г. создана **Европейская система финансового надзора** (European System of Financial Supervision (ESFS)), в которую входят **Европейский совет по системному риску** (European Systemic Risk Board (ESRB)) (макропруденициальное регулирование); **Европейская служба банковского надзора** (European Banking Authority (EBA)); **Европейская служба надзора в области ценных бумаг и рынков** (European Securities and Markets Authority (ESMA)); **Европейская служба надзора в области страхования и профессионального пенсионного обеспечения** (European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)). Прогнозируется развитие функции надзора у **Европейского центрального банка** (European Central Bank (ECB)) в рамках будущего **Европейского банковского союза** (European Banking Union, дорожная карта по его созданию существует с 2012 г.)¹⁸⁷

186 Инициатива Чиангмай (Chiang Mai Initiative, 2000 г.), её развитие – CMIM (Chiang Mai Initiative Multilateralization, с 2006 г.) – как реакция на шоки ликвидности в период азиатского кризиса 1997 гг. В результате в 2000-х гг. создана сеть валютных свопов между центральными банками в Азии.

187 A Roadmap towards a Banking Union. Communication from the Commission to the European Parliament and the Council. Brussels, 12.9.2012 COM (2012) 510 final.

и **Единого механизма надзора**, формируемого с 2012–2013 гг. (Single Supervisory Mechanism (SSM)¹⁸⁸).

Тренд многополярности системы регулирования продолжается. Будущие «полюса», остающиеся идеями, законодательными черновиками, конечная судьба которых неизвестна: Европейский монетарный фонд¹⁸⁹, Азиатский валютный фонд¹⁹⁰, Африканский валютный фонд¹⁹¹; Латиноамериканский валютный фонд¹⁹²; пулы свопов центральных банков по рублю (только как идея для далёкого будущего) и по другим валютам; другие стабилизационные фонды по регионам и группам стран по интересам.

- 188 Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the Single Supervisory Mechanism established pursuant to Regulation (EU) No1024/2013. Brussels, 11.10.2017 COM (2017) 591 final.
- 189 Предложение о преобразовании действующего Европейского стабилизационного механизма (European Stability Mechanism, ESM) в Европейский монетарный фонд (European Monetary Fund, EMF). Сделано официально в 2017 г. (Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of a European Monetary Fund (2017)). Обсуждаются и другие предложения (European Investment Stabilisation function (EISF)). См.: *Scheiner C.* Establishment of a European monetary fund (EMF). / European Parliamentary Research Service. PE 635.556. March 2019.
- 190 Предложение сделано Японией в разгар азиатского финансового кризиса в 1997 г. См. *Lipsky Phillip.* Japan's Asian Monetary Fund Proposal. *Stanford Journal of East Asian Affairs*, Vol. 3, Number 1, Spring 2003. Шаги, на практике дублирующие деятельность фонда, – замена двусторонних свопов между центральными банками на многосторонние (2006 г.), создание в рамках инициативы Чиангмай международного института – органа макропруденциального надзора (ASEAN+3 Macro economic Research Office (AMRO) (2011 г.). Так и не создан в связи с противоречивыми интересами сторон, см.: Looking back at the 'Asian IMF' concept. *Nikkei Asian Review*. June 22, 2017.
- 191 African Monetary Fund (AMF) находится в стадии создания в рамках решений Африканского союза (African Union, Protocol on the Establishment of the African Monetary Fund, June 27, 2014 (по состоянию на 2019 г. – в многолетнем процессе подписания и ратификации с крайне медленными темпами).
- 192 Обсуждается только идея. См. *Agosin Manuel.* A Latin American Monetary Fund. Required Dimensions and Modalities. CAF / FLAR Conference, Cartagena de Indias, July 6–7, 2012.

10.5 Тренд «гармонизация, расширение периметра регулируемого»

Гармонизация. Многие годы, до кризиса 2008–2009 гг., усиливался **тренд гармонизации финансового регулирования**, перехода национальных финансовых систем к деятельности по международным стандартам.

Этот тренд был ответом на финансовую глобализацию в 1980–2000-е гг. (свобода счётов капитала, «высвобождение» валют, трансграничная консолидация рынков, финансовых инструментов, инфраструктуры, крупнейших финансовых институтов). Мир национальных финансов, работающих по разрозненным правилам, постепенно стал превращаться в «утоптанную площадку», в рыночную среду, где приняты схожие стандарты, где могут свободно, без излишних регулятивных издержек, действовать международные финансовые конгломераты и глобальные инвесторы.

Этот тренд не изменился после кризиса 2008–2009 гг. Наоборот, массив глобальных стандартов (для «конвергенции» в них национальных правил) ускоренно расширяется. Ключевые стандарты – принципы регулирования сегментов финансового сектора¹⁹³, требования к капиталу и системам управления рисками («Базель I – III» Базельского комитета по банковскому надзору (BSBS)), принципы организации инфраструктуры финансовых рынков¹⁹⁴,

193 «Базовые принципы эффективного банковского надзора» 2012 г. Базельского комитета по банковскому надзору (BCBS Core Principles for Effective Banking Supervision 2012), «Range of Practice in the Regulation and Supervision of Institutions Relevant to Financial Inclusion» 2015 г. (Базельский комитет по банковскому надзору), «Цели и принципы регулирования ценных бумаг» 2017 г. Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation 2017, предыдущая версия – 2010 г.), Базовые принципы страхования 2011 г. Международной ассоциации страховых надзорных служб (IAIS Insurance Core Principles 2018, постоянно обновляются с 1997 г.), «Принципы надзора за частным пенсионным обеспечением» 2010 г. Международной организации пенсионных надзоров (IOPS Principles of Private Pension Supervision 2010, впервые утверждены в 2006 г.).

194 «Принципы инфраструктуры финансового рынка» 2012 г. Международной организации комиссий по ценным бумагам и Комитета по платёжным и расчётным системам при Банк международных расчетов (CPSS – IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures 2012).

международные стандарты финансового учёта и аудита¹⁹⁵ и многие другие.

С 1980-х гг. формируется **второй, региональный уровень международных стандартов**. Самый яркий пример – **финансовые директивы ЕС**. Этот тренд будет усиливаться. Массивы «финансовых директив» будут создаваться и в других экономических союзах стран, по аналогии или в качестве гармонизации с практикой ЕС. Прежде всего, это может происходить в АСЕАН¹⁹⁶. Яркая попытка финансовой интеграции с «ускорением» (начата в 2012–2015 гг.) делается постсоветскими странами в Евразийском экономическом союзе (ориентация на ЕС, гармонизация законодательства, массив общих правил, наднациональный орган регулирования, программы «двойного паспорта» в сфере банков, страхования, финансовых рынков, бюджета). В 2019 г. утверждена Концепция формирования общего финансового рынка Евразийского экономического союза¹⁹⁷.

Периметр регулирования. В 1980–2000-х гг. **периметр глобально финансового регулирования** расширялся постепенно. После кризиса 2008–2009 гг. и в ходе долгового кризиса еврозоны это расширение приняло **«взрывной» характер**.

Это новый тренд. В нём совершается **переход к более жёсткой модели регулирования** тех областей финансов, которые до сих пор считались саморегулируемыми либо преднамеренно, по идеологическим соображениям оставлялись без жёсткой руки государства. С унификации национальных финансовых систем акцент перенесён на стабилизацию накопленных в них системных рисков.

Идеологические основания тренда. Финансовые рынки всегда регулировались слабее, чем коммерческие банки. Поскольку они принимают на себя риски инвестиций в венчуре, в новых прорывных отраслях, в быстрорастущих компаниях малой и средней капитализации, там, где на порядок выше смертность проектов и активов.

195 «Международные стандарты финансовой отчётности» (постоянно обновляются) Совета по международным стандартам финансовой отчётности (IASB International Financial Reporting Standards (IFRS); Международные стандарты аудита (постоянно обновляются) Комитета по международным стандартам аудита и подтверждения достоверности информации (IAASB International Standards on Auditing).

196 ASEAN Economic Community 2025 Strategic Action Plans (SAP) for Financial Intergration from 2016–2025; The Road to ASEAN Financial Integration. A Combined Study on Assessing the Financial Landscape and Formulating Milestones for Monetary and Financial Integration in ASEAN. Asian Development Bank, 2013.

197 Решение Высшего Евразийского Экономического Совета от 1 октября 2019 г. № 20.

Институты финансовых рынков мельче, динамичнее, хитрее и рискованнее, чем банки, но и умирать должны чаще. Регулятивный пресс на банки всегда был жёстче, так как за ними – платёжная система, риски перерыва расчётов и кредитование базового объёма потребностей бизнеса и домашних хозяйств.

В более слабом регулировании финансовых рынков состоит одна из ключевых концепций в организации отношений «государство – финансы». Попытка наложить на них такой же регулятивный пресс, как на банки, означала бы резкое ухудшение финансирования роста экономики в её прорывных, инновационных зонах.

Вместе с тем финансовый кризис показал, что **небанковская финансовая индустрия** (то, что было названо «теневым банковским сектором» (*shadow banking*)) настолько разрослась, что она стала нести высокие системные риски, и в этом смысле нуждается в «пробанковском», более жёстком регулировании.

Поэтому в будущем система финансового регулирования должна пройти «**между Сциллой и Харибдой**».

С одной стороны, она должна быть настолько **мягкой или точнее, умеренно жёсткой**, чтобы дать возможность финансовым рынкам принимать на себя высокие риски тех сегментов экономики, которые развиваются быстрее всех.

С другой, **подавить излишние системные риски**, связанные с растущими объёмами небанковской финансовой индустрии, переплетённостью финансовых продуктов, глубокими связями с банковским сектором.

Основные идеи регулирования, связанные с этим трендом:

- «**инвентаризация**», раскрытие, обеспечение прозрачности, перемещение в зону регулирования всех «параллельных», серых, «**безнадзорных**» сегментов глобальных финансов, несущих **высокие системные риски**;
- **предупреждение финансовых перегревов и «мыльных пузырей**»; на этой основе, **ослабление циклических перегревов** мировой и национальных экономик и, наоборот, **смягчение спадов**, «подогрев» экономик на циклических падениях;
- соответственно, **снижение «процикличности» финансовой системы**, «**делевридж**», **сокращение финансового рычага** (избыточного роста активов и долгов финансовых институтов по отношению к собственным средствам в фазе подъёма экономического цикла); поддержание ликвидности финансовых институтов при росте рисков;
- **усиление стимулов к финансированию устойчивого экономического роста**, к накоплению «длинных денег», к росту капитала на длинных горизонтах вместо спекулятивных краткосрочных избыточностей;

- предупреждение сверхконцентраций и урегулирование системного риска.

Периметр регулирования расширен в следующих сегментах:

- макропруденциальный надзор;
- системно значимые финансовые институты и коллегии регуляторов;
- финансовая архитектура («теневая» / параллельная банковская система, инфраструктурные институты, зоны информационного, регулятивного и налогового арбитража);
- рекапитализация финансового сектора;
- система частных интересов, формирующая динамику финансовых рынков.

Расширенный анализ изменений в регулировании, которые будут происходить в этих сегментах, приведён ниже.

Макропруденциальный надзор. Кризисы 2007–2013 гг. с особой силой показали, что «нездоровье», «неблагоразумие» в управлении, «мисменеджмент» могут относиться не только к микроуровню, к конкретным финансовым институтам, но и к финансовой системе страны и её крупным сегментам (макроуровень).

Центральные банки не могут, как это было раньше, ограничиться только частными целями низкой инфляции и стабильности курса валюты. В их задачи были включены «финансовая устойчивость», снижение системного риска и, значит, **макропруденциальный надзор** (по аналогии с «микро» пруденциальным, объектом которого является банк, другой финансовый институт).

Есть ли что-то новое в этой идее? Нет. Эта тема развивалась ещё после кризисов 1997–1998 гг. В 2000-е гг. монетарным властям и финансовым регуляторам рекомендовалось делать **мониторинг системного риска**, публиковать **доклады о финансовой стабильности** (*Financial Stability Report*), готовить **«чрезвычайные планы»** (*Emergency Plan*) для шоковых ситуаций, проводить **стресс-тестирование банков**, создавать **программы сотрудничества и обмена информацией между финансовыми регуляторами** (внутри страны и на международном уровне).

В 1999 г. развитыми странами был учреждён Форум финансовой стабильности (*Financial Stability Forum* (FSF). В 2009 г. преобразован (как реакция на мировой кризис 2008–2009 гг.) в **Совет по финансовой стабильности** (*Financial Stability Board*, FSB).

С 1999 г. МВФ реализовал по многим странам **программу оценки финансового сектора** (*Financial Sector Assessment Program* (FSAP)).

Все эти рекомендательные меры, слабые на фоне финансовой эйфории 2000-х гг., не ослабили кризис и были заменены в посткризисный период **«обязательным» макропруденциальным надзором за системным риском**, повсеместным созданием его **жёстких**

механизмов внутри центральных банков и глобальных структур регулирования (Совет по финансовой стабильности¹⁹⁸, Европейский совет по системному риску (*European Systemic Risk Board* (ESRB)) в рамках Европейского Союза).

Макропруденциальный надзор развивается в следующих направлениях (**наднациональный уровень, отдельные страны**):

- включение в систему **целей центральных банков и финансовых регуляторов** («финансовая стабильность» до кризиса в цели финансовой политики не входила)¹⁹⁹;
- **глобальные стандарты** (*Key Standards for Sound Financial Systems*, часть которых разработана международными организациями – партнерами)²⁰⁰;
- **индикаторы системного риска, модели его анализа, системы мониторинга риска**²⁰¹; запуск **системы раннего предупреждения** об усилении системных рисков, угрожающих мировой экономике и глобальным финансам (на стадии создания)²⁰²;
- **резко расширенный** (в сравнении с докризисным периодом) **набор инструментов регулирования со стороны монетарных / надзорных властей**, которые должны снижать системный риск (внедряются на уровне стран) (примеры – табл. 37). Используются для политики, предупреждающей нарастание финансовых и системного рисков на макроуровне, или направленной на их урегулирование, если они достигают заметных величин, по результатам макропруденциального надзора.

198 Financial Stability Board (FSB) с участием России и других развивающихся стран.

199 The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies. IMF, January 2013.

200 Macroprudential Policy Tools and Frameworks. Progress Report to G20. FSB, IMF, BIS, 27 October 2011; Macroprudential Policy: An Organizing Framework. IMF, March 2011.

201 Примеры – Composite Indicator of Systemic Stress (ECB), ECRB Risk Dashboard (European Systemic Risk Board, ECB), Macro-Prudential Risk Monitor(Fitch) и др.

202 Система раннего предупреждения МВФ/ Совета по финансовой стабильности (IMF – FSB Early Warning Exercise).

Таблица 37.

Примеры инструментов регулирования системного риска²⁰³

Инструмент	На стадии циклического роста экономики
Контрциклический буфер капитала	Увеличение регулятивных требований к размеру капитала финансового института (необходимость для акционеров «довнести» капитал) на стадии экономического подъёма, при циклическом росте кредита и цен финансовых активов
«Специальные» повышения требований к капиталу	Требование роста капитала против операций на сегментах финансового рынка, отличающихся особенно высокими рисками (деривативы, сделки без центрального контрагента)
Контрциклические изменения оценки рисков активов	Увеличение при финансовых перегревах требований к капиталу на основе пересмотра (повышения) уровня (весов) рисков отдельных активов (в расчётах достаточности капитала с учётом активов, взвешенных по уровню риска)
Динамическое резервирование	Увеличение при финансовых перегревах уровня обязательных резервов в центральном банке, в системах страхования депозитов, в компенсационных фондах с целью ограничения роста активов и долгов финансового сектора
Лимиты кредитного риска, ликвидности	Лимиты «активы / капитал», «долги / капитал», «долги / доход», «кредиты / депозиты», «кредиты / стоимость залогов», «стоимость обслуживания кредитов / доход», «активы / обязательства», лимиты позиций (маржа, объёмы позиций в сделках репо и на срочном рынке). Прямые лимиты на размер кредитного портфеля. Установление лимитов на уровнях, ограничивающих кредитную экспансию
Обеспечение	Размер и качество обеспечения сделок на рынках с повышенным системным риском (рынках деривативов)
Контрциклические изменения оценки рисков активов	Увеличение при финансовых перегревах требований к капиталу на основе пересмотра (повышения) уровня (весов) рисков отдельных активов (в расчётах достаточности капитала с учётом активов, взвешенных по уровню риска)
Налоги	Налоги на транзакции, непрофильные обязательства

203

На понижительной стадии цикла эти же инструменты, будучи применены в «обратном направлении», будут смягчать падение, выравнивать цикл, «подогревать» охлаждающийся финансовый сектор, поднимать финансовый рычаг

Расширенный инструментарий (табл. 37) делает возможным вмешательство монетарных / надзорных властей в деятельность финансовых институтов в размерах, которые нельзя было себе представить до кризиса 2008–2009 гг.

Системно значимые финансовые институты²⁰⁴. Основная идея – усиление пруденциального надзора за крупнейшими институтами, за концентрацией в них рисков.

Банкротство, неликвидность финансового института второго или третьего порядка вызовет волатильность, но не приведёт к цепной реакции системного риска, приводящей к кризису всей финансовой системы.

Неприятности у **ключевых игроков** могут немедленно вести к коллапсу национальных или глобальных финансов. Кризис 2008–2009 гг. показал, какую огромную силу приобрели «эффект домино» и «финансовые инфекции», стоит только выдернуть одно звено, насколько зависимы друг от друга глобальные банки и рынки (банкротство «Леман Бразерс» в сентябре 2008 г.).

Ответ – **пруденциальный надзор по спискам крупнейших («системно значимых») финансовых институтов на национальном уровне** (местные регуляторы) или **по глобальному списку** (Совет по финансовой стабильности (FSB)). Поскольку все эти институты – **финансовые конгломераты**²⁰⁵, то для надзора за ними, для урегулирования их **консолидированного риска** создаются **коллегии регуляторов** (банковских, участников рынка ценных бумаг, страховых и т. п.). Для глобальных финансовых институтов («трансграничные конгломераты») организуются **международные коллегии регуляторов** (привязанные к стране – месту пребывания штаб-квартиры).

В этой связи **расширяется периметр «системно значимых» институтов**. Он охватывает коммерческие банки, инвестиционные банки (брокеры – дилеры ценных бумаг), страховые компании и их группы, институты коллективных инвестиций, пенсионную отрасль, рейтинговые агентства, инфраструктурные организации финансового рынка (депозитарии, платёжные системы, клиринговые и расчётные организации, особенно когда они выполняют функции «центрального депозитария», «центрального контрагента»).

Выделение «системно значимых» институтов и создание для них коллегий регуляторов – давно известная и рекомендованная идея. Что нового во всём этом? В чём ответ на кризис 2008–2009 гг.?

204 Systemically Important Financial Institutions (SIFI).

205 Холдинги, объединяющие коммерческие и инвестиционные банки, управляющих активами и инвестиционные фонды, страховые компании, операторов недвижимости, офшорные структуры и т. п.

Впервые это делается в **обязательном порядке**, создаётся **2-х-уровневая** (национальный и глобальный уровни) **система регулирования ключевых игроков, пруденциального надзора** за ними.

Впервые объектом надзора становятся не только финансовые, но и инфраструктурные институты.

Впервые в **зону обязательного, по сути, международного надзора** попадает **консолидированный риск крупнейших финансовых конгломератов**, холдингов, объединяющих десятки организаций с разной финансовой специализацией, находящихся во многих странах мира, с офшорными включениями, которые могут насчитывать несколько сотен компаний.

И, наконец, впервые создается обширный массив правил по надзору за системно значимыми финансовыми институтами²⁰⁶.

Предпосылки изменений в регулировании финансовых посредников. До кризиса 2008–2009 гг. считалось, что **ряд институций, являющихся по факту кредитными посредниками** (компании специального назначения (SPV), компании частного капитала (*private equity*), фонды денежного рынка, хедж-фонды, инвестиционные фонды и другие трастовые структуры, которые могут работать с кредитным рычагом, их управляющие компании и др.), закономерно могут **действовать в слаборегулируемой или даже непрозрачной зоне**, принимая на себя **сверхвысокие риски**.

Во-первых, это полезно, поскольку они сосредотачиваются на финансировании быстро растущих, особо рискованных зон экономики (высокие технологии, развивающиеся рынки), а также на сглаживании (арбитраже) рисков и передаче их от основных финансовых институтов на периферию рынков.

Во-вторых, часто они предназначены только для профессиональных инвесторов (институциональных или же особо искусных («квалифицированных»), занимающихся управлением состояниями (*wealth management*)). И, наконец, не будучи столь объёмными, в качестве «острой приправы» к основным потокам глобальных финансов они не добавляют системных рисков.

206

См., например: Global Systemically Important Banks: Assessment Methodology and the Additional Loss Absorbency Requirement: Rules Text. BIS, November 2011; Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions. FSB, November 2011; Global Systemically Important Insurers: Proposed Assessment Methodology. Public Consultation Document, May 2012; A Framework for Dealing with Domestic Systemically Important Banks. BCBS, October 2012; Core Principles for Systemically Important Payment Systems. BIS, January 2001; Principles for Financial Market Infrastructures: Disclosure Framework and Assessment Methodology. IOSCO, BIS (CPSS), December 2012.

Кризис 2008–2009 гг., оставив все эти соображения (кроме последнего) в силе, показал, тем не менее, что **«теневая» (или «параллельная») банковская система** (*shadow banking*) настолько разрослась в основной ткани деятельности системно значимых финансовых институтов, что стала **крупнейшим источником системного риска**.

Её деятельность стала одной из важнейших причин резкого роста кредитного рычага (долг / капитал) перед кризисом («перекредитование» недвижимости на основе секьюритизации ипотек, «мыльный пузырь» структурированных продуктов, сверхвысокий леверидж хедж-фондов и компаний частного капитала, секьюритизация проблемных долгов под кредитные деньги, перенакопление долгов за счёт их «страхования» на рынке кредитных дефолтных свопов и др.). В 2000–2008 гг. объём открытых позиций по внебиржевым дериватам по нарицательной стоимости вырос в 6,3 раза до 598 трлн долл. США²⁰⁷.

Посткризисный ответ – расширение периметра надзора, включение параллельных «банковских» институтов в механизмы регулирования (лицензирование или регистрация всех видов «теневых» структур и их управляющих, требования к капиталу, к структуре активов (ликвидность, концентрация рисков), ограничения кредитного рычага, пруденциальный надзор, обязательные требования к специалистам, системам управления рисками, к раскрытию информации и т.п.)²⁰⁸.

При этом **тяжесть регулирования должна оставаться меньшей, чем для банков**. Остаётся в силе идея, состоящая в том, что эти институты предназначены для того, чтобы брать на себя более высокие риски, действовать там, где быстро развивается экономика и делаются инновации (реальные или финансовые).

207 BIS Semiannual OTC Derivatives Statistics 2000–2007.

208 См., например: IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation. IOSCO, May 2017; Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation: Recommendations of the Financial Stability Board. FSB, October 2011; Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation: An Integrated Overview of Policy Recommendations. FSB, November 2012; Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos. FSB, August 2013; Global Developments in Securitization Regulation: Final Report. IOSCO, November 2012; Policy Recommendations for Money Market Funds: Final Report. IOSCO, October 2012; Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes: Final Report. IOSCO, February 2018; Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities. FSB, January 2017; Hedge Funds Oversight. IOSCO, June 2009; Issues, Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms: Consultation Report. IOSCO, May 2019; IOSCO Report: Leverage. Consultation Paper. IOSCO, November 2019 и др.

Один из источников теневых «банков» – это традиционные (коммерческие, сберегательные и т. п.) банки, которые создавали параллельные структуры, чтобы расширить бизнес, убрать с балансов риски, уйти из зоны пруденциального надзора. Системно значимые банки оказались окружёнными серым, непрозрачным кольцом («мантией вокруг ядра») из долговых конструкций с высокими рисками, способными быстро перебрасываться на материнский банк, здоровый только внешне.

Посткризисное решение регуляторов – строительство китайских стен между банками и их «тенями», регистрация банков, финансирующих «теневые» институты, раскрытие связей с ними, ужесточение пруденциального надзора.

Изменения в регулировании инфраструктурных институтов. Усиление прозрачности и регулируемости, снижение рисков должно затронуть не только финансовых посредников, но и рынки, на которых они действуют, и продукты, которые они создают.

В первую очередь, это относится к **рынкам внебиржевых деривативов**²⁰⁹ (нестандартных срочных контрактов, портфелей из них, сделок, которыми они создаются), репо, кредитования ценными бумагами. Эти рынки «загоняются» в **централизованную модель** (вместо **децентрализованной** до кризиса 2008–2009 годов)²¹⁰.

В этой идее нет ничего нового. Новое – в последовательности и жёсткости её применения регуляторами.

В **централизованной модели** условия сделок, даже уникальных, подлежат **максимальной стандартизации**²¹¹. Сделки должны происходить через **биржи** или подобные **им электронные торговые платформы** (дилерские, мультидилерские). Это лицензируемые институты, находящиеся под надзором регулятора.

Системные риски на этих рынках легко снижаются. Для этого к их **участникам предъявляется множество требований**, в т. ч. к допуску на рынок (капитал, операционная способность, уровень рисков),

209 Over-The-Counter (OTC) Derivatives.

210 OTC Derivatives Market Reforms. 2019 Progress Report on Implementation. FSB, October 2019; Incentives to Centrally Clear Over-the-counter (OTC) Derivatives. FSB, IOSCO, BCBS. August 2018; Harmonisation of Critical OTC Derivatives Data Elements (other than UTI and UPI). BIS, IOSCO. April 2018 и др.

211 В соответствии со стандартными соглашениями по деривативам – Международной ассоциации свопов и деривативов (International Swap and Derivatives Association (ISDA)), по репо – Международной ассоциации рынка капиталов (International Capital Market Association (ICMA)). Даже в уникальных конструкциях структурированных продуктов есть стандартная, общая часть; особые условия создаются приложениями.

к качеству и предельной величине активов, являющихся обеспечением по сделкам, к марже (авансы, вносимые под расчёты по сделкам), к размеру позиций (по стоимости, числу контрактов) и т. п.

Централизованные рынки дают возможность обязать дилеров / маркетмейкеров, отвечающих за ликвидность рынка, повышенными требованиями к капиталу и управлению рисками.

Расчёты и клиринг для любых деривативов, в т. ч. **внебиржевых** (заключённых вне бирж и торговых платформ) – централизованные (одна или несколько связанных организаций). То же – для сделок репо и кредитов ценными бумагами.

Должна быть внедрена конструкция «центрального контрагента» (*central counterparty* (CCP)), выступающего одной из сторон по всем сделкам. Эту роль обычно выполняют расчётно-клиринговые организации, с повышенными требованиями к капиталу и управлению рисками.

Центральный контрагент и многосторонний неттинг (зачёт) позиций, коллективные клиринговые гарантийные фонды, выделение наиболее крупных и надёжных финансовых институтов – клиринговых членов, агрегирующих позиции других участников рынка, и т. п., позволяют снять львиную долю индивидуальных рисков контрагентов и резко снизить системный риск рынка в целом.

Информация о деривативах, прежде всего, внебиржевых, о сделках репо и кредитах ценными бумагами должна поступать в **торговые репозитории**. Это лицензируемые, поднадзорные организации – централизованные хранилища и публикаторы информации о структуре и результатах сделок и состоянии (накопленных рисках) рынка. Именно они, наряду с потоком данных от торговых и расчётно-клиринговых систем, должны превратить внебиржевые рынки из «чёрного ящика» в информационно открытое пространство.

В акциях и долговых ценных бумагах должен работать сходный принцип: даже **если сделки являются внебиржевыми**, то **клиринг и расчёты должны быть централизованы, лучше всего с использованием центрального контрагента, а хранение, перемещение и раскрытие информации – через центральные депозитарии**.

Никто не отнимает права финансовых институтов на создание внебиржевых деривативов или на внебиржевые сделки с ценными бумагами, репо, кредиты ценными бумагами. Но если при этом не используются централизованные клиринг и расчёты, центральный депозитарий, торговый репозиторий, то риски их участников (сторон по сделкам) оцениваются более жёстко и требования к капиталам повышаются.

В итоге, **централизованная модель (биржи, электронные торговые платформы, централизованные расчёты и клиринг, центральный контрагент, центральный депозитарий (для акций**

и долговых бумаг), торговый репозиторий (для деривативов)) должны «перетянуть на себя одеяло» на финансовых рынках.

Эти инфраструктурные институты, в свою очередь, строятся как информационно прозрачные, лицензируемые, поднадзорные, к ним предъявляются повышенные требования к капиталу и искусству управления рисками.

Новым объектом финансового регулирования стала частная система оценки кредитных рисков, встроенная в глобальные финансы. Рейтинговые агентства стали одним из акселераторов кризиса 2007–2009 гг. Кредитные рейтинги стали носить не полностью объективный характер. Высоким кредитным рейтингом покрывались конструкции секьюритизации, в которые были встроены сверхвысокие кредитные риски. Инвесторы слишком полагались на рейтинг. Полностью проявился конфликт интересов между коммерческой основой рейтингов (за них платит эмитент, рейтинговые агентства – частный бизнес) и принципом независимости и честности рейтинга²¹². Финансовые рынки столкнулись с парадоксом. Изменения рейтинга (частные мнения рейтингового агентства) могли приводить к падению рынков на глобальной основе.

Ответ на эти вызовы – **исключение внешних кредитных рейтингов из системы финансового регулирования, переход к собственным рейтингам и внутренним моделям оценки рисков** (как для регуляторов, так и финансовых институтов)²¹³, введение лицензирования для рейтинговых агентств, статуса «системно значимых», надзора за ними со стороны финансовых регуляторов, обеспечение их большей информационной прозрачности (методики рейтинга, отсутствие конфликтов интересов).

Офшорные зоны. Офшоры – один из краеугольных камней мировой финансовой архитектуры. В 2000-х годах на них приходилось 14–17% трансграничных финансовых активов и обязательств банков мира (BIS, 2011). Более 80% крупнейших корпораций США имеют «дочки» в офшорах, обычно от 5–20 до 300–400 (USGAO, 2007). Счет офшорам шёл на десятки (от 40 до 70). До 30% стран мира имели те или иные признаки офшоров. Именно офшоры стали

212 Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. IOSCO, 2008.

213 Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings. FSB, October 2010; Roadmap and Workshop for Reducing Reliance on CRA Ratings. FSB Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, November 2012; Thematic Review of the FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings – Final Report. FSB, May 2014.

местом пребывания большей части «теневых» / параллельных «банковских» структур, на основе которых возник кредитный перегрев, приведший к кризису 2008–2009 гг.

Никто не ставит под сомнение право офшоров на существование.

Не подвергается сомнению право бизнеса выбирать офшоры для резиденции, если соблюдаются законы стран, в которых бизнес ведёт операционную деятельность. Каждая юрисдикция сама решает, какой уровень налогов в ней должен быть (ОЭСР).

Вместе с тем после кризиса 2008–2009 гг. возник тренд «вымывания офшоров» из финансовой архитектуры, усиленного давления на них.

Продолжилось регулятивное наступление, начатое ещё в 1990-е гг.²¹⁴.

Основная идея – уменьшение регулятивного и налогового арбитажа через офшоры, резкое сокращение возможностей для отмывания денег и финансирования терроризма.

Офшоры должны стать **информационно прозрачными**, заключить соглашения об обмене налоговой и иной информацией с финансовыми регуляторами других стран²¹⁵, усилить собственное финансовое регулирование в соответствии с международными стандартами.

В ином случае они признаются **не сотрудничающими юрисдикциями**, включаются в «чёрные» и «серые» списки, связи с ними преследуются национальными налоговыми властями и финансовыми регуляторами.

Дирижёром этих процессов, держателем баз данных, инициатором международных правил и соглашений в этой области является ОЭСР (в сотрудничестве с МВФ, ФАТФ (FATF)²¹⁶, группой служб финансовой разведки «Эгмонт»).

Рекапитализация финансового сектора. Кризис 2008–2009 гг. показал недостаточность капиталов банков и других финансовых

214 Towards Global Tax Cooperation. Report to the 2000 Ministerial Council Meeting and Recommendations by the Committee on Fiscal Affairs. Progress in Identifying and Eliminating Harmful Tax Practices. OECD, 2000.

215 OECD Model Tax Convention on Income and on Capital 2017; OECD Global Forum on Transparency and Exchange of Information for Tax Purposes; OECD Model Agreement on Exchange of Information on Tax Matters and its Commentary 2002; Implementing the Tax Transparency Standards. A Handbook for Assessors and Jurisdictions, 2-nd Edition. OECD, 2011; OECD Exchange of Information on Request Handbook for Peer Reviews 2016–2020; FATF Guidance on Transparency and Beneficial Ownership. October 2014 и др.

216 FATF List of High – Risk and Non-Cooperative Jurisdictions; International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation – the FATF Recommendations 2012; Consolidated FATF Standards on Information Sharing. November 2017.

институтов, их неспособность покрыть риски в моменты финансовых стрессов, абсорбировать системный риск.

Поэтому тенденция плавного увеличения капитальной базы банков (на основе внедрения стандартов достаточности капитала Basel-I, а затем Basel-II Базельского комитета по банковскому надзору)²¹⁷, стартовавшая в 1990-е гг., перешла в **тренд усиленной рекапитализации** банков и других видов финансовых институтов (Basel-III)²¹⁸, создания для них «клетки» из жёстких конструкций пруденциальных нормативов, «твёрдой рукой» формирующих структуру их балансов (рост капиталов (абсолютный, по отношению к активам), снятие рисков, устойчивость к стрессам).

Увеличивается минимальная доля капитала в активах. Улучшается его качество (больше доля капитала, формируемая за счёт акций). Заканчивается переход к покрытию капиталом всех основных финансовых рисков (кредитный, рыночный, операционный, ликвидности). Вводятся буферный капитал (поддержка ликвидности в моменты финансовых стрессов) и контрциклический капитал (дополнительное обременение капиталом при циклических кредитных перегревах, чтобы их притормозить и снизить системный риск). Внедряются нормативы кредитного рычага (левериджа), ликвидности, концентрации рисков. Ужесточена оценка рисков различных видов активов (спекулятивные активы, продукты секьюритизации, рыночный риск и т. п.). Капитал подвергается обязательному стресс-тестированию, более жёсткому надзору. Резко усиливаются стандарты систем управления рисками и внутренних моделей по оценке рисков. Вместо вялой (до кризиса) – энергичная адаптация Базеля I-III к другим институтам финансового сектора²¹⁹.

- 217 Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), работающий на базе Банка международных расчетов в Базеле (BIS).
- 218 Core Principles for Effective Banking Supervision. BCBS, September 2012; Basel Framework; Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems. BCBS, BIS, June 2011. Пакет стандартов и рекомендаций BIS, относящихся к отдельным аспектам выполнения требований Basel-III.
- 219 Guidelines to Emerging Market Regulators Regarding Requirements for Minimum Entry and Continuous Risk-Based Supervision of Market Intermediaries. IOSCO, December 2009; Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation – Key Issues and Recommendations. BCBS, IAIS, IOSCO, January 2010; Guidance Paper on the Structure of Regulatory Capital Requirements. IAIS, October 2008; IOPS Principles of Private Pension Supervision, November 2010; Good Practices for Pension Funds' Risk Management Systems. OECD, IOPS, January 2011 и многие другие.

Система частных интересов, формирующая динамику финансовых рынков. Кризис 2008–2009 гг. обнаружил, что механизм вознаграждений, сложившийся в финансовых институтах (бонусная система), жёстко ориентирован на краткосрочную прибыль, на спекулятивные перегревы, но не на стимулирование устойчивого роста экономики и её капитализации за счёт длинных денег. Он мало связан со здоровьем финансовых институтов. «Сиюминутная корысть» как общий вектор поведения профессионалов стала негативным фактором, формирующим динамику глобальных финансов. В результате механизмы вознаграждения (конфликты интересов, связанные с ними) были включены в периметр финансового регулирования.

Раньше это было немислимо. Вознаграждения в рыночной системе – частное дело финансовых институтов и их собственников. Они регулировались в рамках корпоративного управления (*corporate governance*) и его международно признанных принципов²²⁰.

Новый механизм регулирования вознаграждений включает²²¹: информационную прозрачность; возможность ограничительного вмешательства регулятора; учёт «ориентации на высокие риски» механизма вознаграждений при оценке достаточности капиталов; обеспечение зависимости вознаграждений от долгосрочных результатов (вместо кратковременных); рассрочка выплат с горизонтом в несколько лет, возможности их сокращения при ухудшении ситуации в финансовом институте.

220 G-20 / OECD Principles of Corporate Governance 2015.

221 FSB Principles for Sound Compensation Practices. April 2019; FSB Principles for Sound Compensation Practices. Implementation Standards. FSB. September 2009; Implementing the FSB Principles for Sound Compensation Practices and their Implementation Standards Progress Report. FSB, 13 June 2012; Compensation Principles and Standards Assessment Methodology. BCBS, January 2010; Range of Methodologies for Risk and Performance Alignment of Remuneration. BCBS, BIS, May 2011; Implementing the FSB Principles for Sound Compensation Practices and their Implementation Standards: Sixth Progress Report. FSB, June 2019.

10.6. Глобальное финансовое регулирование – тренды 2030–2035

Тренды в финансовом регулировании, сформировавшиеся после кризиса 2008–2009 гг., являясь новыми на кратковременных горизонтах, тем не менее, находятся в рамках **длинных тенденций в развитии регулирования глобальных финансов** (они начали проявляться с середины XIX века).

Это позволяет заниматься **экстраполяцией, прогнозировать будущее на период в два – три десятилетия.**

- Крупнейшие страны будут стремиться (через соглашения, стандарты, многосторонние организации) к **взаимному ограничению не согласованной денежной, процентной, валютной и бюджетной политики**, приводящей к избыточным системным рискам.
- Будет продолжаться **переход к многоуровневой, многополюсной, иерархической системе глобального финансового регулирования.** Степень концентрации финансовой власти в ней будет снижаться.
- В этой системе будут **«укрупняться» объекты глобального финансового регулирования** (региональная интеграция финансовых систем, «коллективизация» валют).
- Будет происходить дальнейшая **гармонизация моделей финансовых систем и регулятивной инфраструктуры на уровне стран и регионов, создание «утоптаных» площадок для крупнейших финансовых институтов.**
- По мере роста масштабов, рисков и диверсификации глобальных финансов (финансиализация мировой экономики) будет продолжаться **расширение периметра регулирования** (по видам финансовых институтов, рынков, инструментов, операций, а также в части рисков, конфликтов интересов, воздействия на макроэкономику и т. п.).
- Развитие глобальных финансов (объёмы, структура, динамика, финансовый инжиниринг) неизбежно будет опережать международное / государственное регулирование. Это происходит всегда.

В качестве обратной реакции **международные институты и государства будут стремиться расширить размеры своего вмешательства в финансовый сектор** (вход на рынок, надзор, раскрытие информации, прямое определение норм, интервенции в деятельность). Неизбежен рост регулятивных издержек и всё большая регламентация финансовой жизни.

Этот процесс **нарастает больше 150 лет.** Вместе с тем ему свойственна цикличность (тренд 2-го порядка). Вслед за усилением

регулирования, за «перерегулированием» неизбежно будут возникать волны «либерализации», которые после очередного кризиса вновь будут заканчиваться интервенционизмом финансовых властей.



ЛИТЕРАТУРА

- Аганбегян А.Г. Демография и здравоохранение России на рубеже веков. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2016.
- Аганбегян А.Г. Финансы, бюджет и банки в новой России. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2018.
- Аганбегян А.Г. О приоритетах социальной политики. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2018.
- Дынкин А.А. (ред.). Стратегический глобальный прогноз 2030 / Под ред. А.А. Дынкина; ИМЭМО РАН. М.: Магистр, 2011.
- Жукова Т.В. Глобальные трансформации пенсионных систем в XXI веке: 1994–2008 гг. // Банковские услуги, 2018. – № 8. – С. 32–39.
- Жукова Т.В. Глобальные трансформации пенсионных систем на рубеже веков: 2009–2030 // Финансы, деньги, инвестиции, 2019. – № 3. – С. 16–21.
- Зенкина Е.В. Международные валютно-финансовые отношения в постиндустриальном мире. М.: Инфра-М, 2019.
- Комова А.В. Суверенные фонды 1990–2030 гг.: эволюция, прогноз роста // Банковские услуги, 2019. – № 8. – С. 16–23.
- Комова А.В. Суверенные фонды как глобальные инвесторы: ретроспектива и прогноз // Финансы, деньги, инвестиции, 2019. – № 3. – С. 31–36.
- Кудинова М.М. Трансграничные инвестиции с 1980-х гг. до 2030 г.: мировые тренды и долгосрочный прогноз развития // Финансы, деньги, инвестиции, 2019. – № 3. – С. 22–30.
- Миркин Я.М., Жукова Т.В., Бахтараева К.Б., Левченко А.В., Кудинова М.М. 1971–2025: курсы валют, мировые цены на сырьё, курсы акций. М.: Магистр, 2015.
- Миркин Я.М., Жукова Т.В., Бахтараева К.Б., Комова А.В. Механизмы стимулирования сверхбыстрого роста: мировая практика. М.: Магистр, 2018.

- Миркин Я.М. Развивающиеся рынки и Россия в структуре глобальных финансов: финансовое будущее, многолетние тренды. М.: Магистр, 2015.
- Миркин Я.М. Регулирование глобальной финансовой сферы // Дынкин А.А. (ред.). Глобальная перестройка / Под ред. А.А. Дынкина, Н.И. Ивановой; ИМЭМО РАН. М.: Весь мир, 2014. С. 71–92.
- Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, 2002.
- Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: Кнорус, Гелеос, 2011.
- Миркин Я.М., Сулейменов Т.М., Хулхачиев Б.В., Жукова Т.В., Бахтараева К.Б., Комова А.В. Финансовые рынки Евразии: устройство, динамика, будущее. М.: Магистр, 2017.
- Миркин Я.М., Кудинова М.М., Левченко А.В., Бахтараева К.Б., Жукова Т.В., Бунатян А.Г. Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика. М.: Магистр, 2014.
- Офманис Ян. Цикл изменения курса евро – доллар // Мировая экономика и международные отношения. – 2005. – № 9. – С. 102–107.
- Перспективы развития экономики России: прогноз до 2030 года. Коллективная монография / Под ред. В.В. Ивантера, М.Ю. Ксенофонтова. М.: АНКЦИЛ, 2013.
- Beck T., Demirgüç-Kunt A. Financial Institutions and Markets across Countries and over Time – Data and Analysis. Wash.: World Bank, May 2009.
- Burrows Mathew J. Global Risks for 2035: The Search for Normal. Wash.: Atlantic Council, September 2016.
- Dadush U., Stancil B. The World Order in 2050. Carnegie Policy Outlook. April 2010.
- Devezas T.S. The Recent Global Crisis under the Light of the Long Wave Theory // Journal of Globalization Studies. Vol. 3 No. 2. November 2012. P. 26–58.

- Future State 2030. The Global Megatrends Shaping Governments. KPMG International, MOWAT Centre (University of Toronto). 2014.
- Gerding E.F. Bubbles, Law and Financial Regulation. NY: Routledge, 2014.
- Global Trends to 2030. Challenges and Choices for Europe. An Inter-Institutional EU Project. ESPAS (European Strategy and Policy Analysis System). April 2019.
- Greenspan A. The Map and the Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting. N.Y.: The Penguin Press, 2013.
- Gros D., Alcidi C. The Global Economy in 2030. Trends and Strategies for Europe. Brussels: Centre for European Policy Studies, European Union, 2013.
- Habib M., Venditti F. The Global Capital Flows Cycle: Structural Drivers and Transmission Channels. ECB Working Paper Series № 2280, May 2019.
- Khan M. S., Senhadji A. S. Financial Development and Economic Growth: An Overview. Wash.: IMF, Working Paper WP/00/209. 2000.
- Kondratieff Waves: Dimensions and Prospects at the Dawn of the 21st Century. Edited by: Grinin L., Devezas T.S., Korotayev A. Volgograd: 'Uchitel' Publishing House, 2012.
- Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // *Journal of Economic Literature* 35 (2), 1997. P. 688–726.
- Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence // *Handbook of Economic Growth*. Edited by: Aghion P., Durlauf S. Amsterdam: Elsevier, 2005. P. 865–934.
- Long Live Cash: The Potential Decline of Cash Usage and Related Implications. Wash.: Congressional Research Service. May 10, 2019. 29 p.
- Mathew J. Burrows. Global Risks for 2035: The Search for Normal. Wash.: Atlantic Council, September 2016.
- Mapping the Critical Path: IFSWF Annual Review 2018. May 2019.

- McDonnell B. Dampening Financial Regulatory Cycles // Florida Law Review. Vol. 65. 2013. P. 1597–1649.
- Naumer H-J, Nacken D., Scheurer S. The Sixth Kondratieff – Long Waves of Prosperity. Frankfurt am Main: Allianz Global Investors Capital Market Analysis. January 2010.
- Perez C. Technological Revolutions and Financial Capital: The Dynamics of Bubbles and Golden Ages. Edward Elgar Publishing Ltd. 2002.
- Tausch A. The Hallmarks of Crisis. A New Center-Periphery Perspective on Long Cycles. Innsbruck University, MPRA Paper No. 48356, July 2013.
- The World in 2050. The Long View: How will the Global Economic Order Change by 2050? PricewaterhouseCoopers. February 2017.
- World Bank Development Report 1989: Financial Systems and Development. Wash.: World Bank, 1989.
- World Economic Outlook: Growth Slowdown, Precarious Recovery. International Monetary Fund, Washington, DC, April 2018.
- World Investment Report 2019: Special Economic Zones. United Nations, Geneva, 2019.
- World Population Prospects 2019: Data Booklet. United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division, 2019.

Научное издание

Миркин, Яков Моисеевич

ГЛОБАЛЬНЫЕ ФИНАНСЫ: БУДУЩЕЕ, ВЫЗОВЫ РОСТА

Корректор:
Т. Алексеева

Дизайн, подготовка к печати:
Д. Корчуганов

Подписано в печать 22.11.2019
Формат 60x90/16 Усл. печ. л. 11
Тираж 200 экз.
Заказ № 925

Издательство «Лингва-Ф»
Адрес: Москва, ул. Ст. Басманная, д. 34.

Отпечатано Т8 «Издательские Технологии»
Адрес: Москва, Волгоградский проспект, д. 42, корп. 5
e-mail: nb@t8print.ru
www.t8print.com