

УДК 336.76(470+571):339.72  
ББК 65.264(2Рос)+65.268  
М63



Книга издана при поддержке  
инвестиционной компании «Еврофинансы»

**Миркин Я. М.**  
М63 Развивающиеся рынки и Россия в структуре глобальных финансов: финансовое будущее, многолетние тренды / Я. М. Миркин. — М. : Магистр, 2015. — 176 с.

ISBN 978-5-9776-0402-4 (в пер.)

Агентство СІР РГБ

Книга отвечает на вопрос о том, как должна быть настроена финансовая система развивающейся экономики, чтобы она смогла перейти в режим догоняющей модернизации, сверхбыстрого экономического роста, который может продолжаться одно-два десятилетия.

Показаны финансовые закономерности экономического успеха и возможности их применения в России. Раскрыты долгосрочные тренды глобальных финансов. Дан прогноз финансового будущего развивающихся рынков, сценарии для России.

Для сотрудников экономического блока правительства, научных работников, специалистов.

УДК 336.76(470+571):339.72  
ББК 65.264(2Рос)+65.268

В оформлении переплета использован фрагмент картины Э. Нольде

ISBN 978-5-9776-0402-4

© Миркин Я. М., 2015  
© ИМЭМО РАН, 2015  
© Оформление. Издательство «Магистр», 2015

## Оглавление

Введение . . . . .	7
<b>1</b>	
<b>Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов . . . . .</b>	<b>9</b>
1.1. Базовые предположения . . . . .	10
1.2. Как делаются прогнозы . . . . .	13
1.3. Цикличность глобальных финансов . . . . .	14
1.4. Встроенная волатильность . . . . .	21
1.5. Инфляция . . . . .	24
1.6. Финансовое развитие . . . . .	26
1.7. Финансовое будущее: основные тренды . . . . .	33
1.7.1. Будущая цикличность . . . . .	34
1.7.2. Финансовая глубина: количественные ориентиры . . . . .	35
1.7.3. Институционализация финансовых рынков . . . . .	37
1.7.4. Мировая резервная система: суть изменений . . . . .	39
1.7.5. Финансовая архитектура . . . . .	39
1.7.6. Многостороннее регулирование глобальных финансов . . . . .	46
1.7.7. Воздействие изменений в технологиях и ресурсной базе . . . . .	47
1.7.8. Секьюритизация, деривативы . . . . .	48
1.7.9. Секторная динамика глобальных финансов . . . . .	50
1.7.10. Будущая динамика рисков . . . . .	54
1.8. Изменения мировой резервной системы . . . . .	57
1.8.1. Ключевые тренды . . . . .	57
1.8.2. «Коллективизация валют» . . . . .	62
1.9. Финансиализация активов . . . . .	65
1.10. Развитие финансового регулирования . . . . .	71
1.10.1. Дисбалансы регулирования: 2000-е гг. . . . .	74
1.10.2. Продолжение многолетних трендов как ответы на вызовы 2000-х гг. . . . .	76
1.10.3. Тренд «многополярность регулирования» . . . . .	79
1.10.4. Тренд «гармонизация, расширение периметра регулирования» . . . . .	83

1.10.5. Резюме. Тренды глобального финансового регулирования. . . . .	86
1.11. Среднесрочные тренды глобальных финансов 2015—2020 гг. . . . .	87

## 2

<b>Россия в структуре глобальных финансов. Тренды и сценарии будущего</b> . . . . .	109
2.1. Российская экономика: точка отсчета . . . . .	109
2.2. Финансовый рынок: исходные позиции и вызовы . . . . .	114
2.3. Макроэкономические и финансовые сценарии 2015—2025 гг. . . . .	117
2.4. Сценарии внешней политики: на макроэкономическом перекрестке . . . . .	121
2.5. Будущее российских финансов 2015—2025 гг. Отражение глобальных и внутренних трендов . . . . .	126
2.6. Программа «финансового форсажа» для России . . . . .	135
Список литературы . . . . .	157
Приложение . . . . .	161

## Введение

Попытка заглянуть в будущее, понять длинные тренды — отличный способ решить, что нужно делать сегодня.

Предмет этой книги — будущее глобальных финансов. Мы — внутри него. То, что будет происходить с российской экономикой и финансами, во многом определено тем, какими будут динамика, циклы, структура глобальных финансов. Это внешняя сила, которая вместе с многими другими «гонит» страны по заранее определенным дорожкам. Особенно если доля страны в мировом ВВП — 2—3%, в глобальных финансовых активах — примерно 1%. Речь — о России.

Россия — в составе развивающихся рынков (emerging markets). Поэтому многое в этой книге — об особенностях динамики этих рынков внутри глобальных финансов, об их общей судьбе, а потому уже — о России.

Для кого эта книга? Для тех, кто пытается думать о будущем и, хотя им нельзя управлять в полном смысле этого слова, стремится к таким решениям — личным, семейным, корпоративным, общественным, — которые бы сделали это будущее по-настоящему уверенным, оптимистичным, а лучше всего, блестящим.

Книга подготовлена в Институте мировой экономики и международных отношений РАН. ИМЭМО — уникальный исследовательский центр, входящий, по признанным международным рейтингам, в число 50 «think tanks» — глобальных лидеров. Я высоко ценю возможность быть в этом научном сообществе. Это лучший подарок, который может быть сделан ученому.

Любая книга невозможна без помощи, а точнее, без вдохновения и теплоты, которые дает семья. Книга — огромный вычет из семейного времени. Любая моя книга посвящена Ирине Добашиной (она еще и соавтор разделов книги), Анастасии и Виктору Миркиным, Онике Голло, Саре Миркиной.

# 1

## Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

1.1. Базовые предположения / 1.2. Как делаются прогнозы / 1.3. Цикличность глобальных финансов / 1.4. Встроенная волатильность / 1.5. Инфляция / 1.6. Финансовое развитие / 1.7. Финансовое будущее: основные тренды / 1.8. Изменения мировой резервной системы / 1.9. Финансиализация активов / 1.10. Развитие финансового регулирования / 1.11. Среднесрочные тренды глобальных финансов 2015—2020 гг.

Цель раздела — определить долгосрочные тренды глобальных финансов в части их динамики и структуры. В рамках «больших» трендов показать особенные траектории развивающихся рынков<sup>1</sup> и, отчасти, рынков «на фронтире»<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Развивающийся рынок (emerging market) — 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 объемам, рискам, насыщенности финансовыми инструментами и финансовыми посредниками, операционной способности эмитентов и инвесторов, по степени регулируемости) в сравнении с развитыми рынками. В классификации рейтингового агентства Standard & Poor's к этому классу относятся не менее 50—60 рынков развивающихся стран и переходных экономик (Аргентина, Бразилия, Египет, Корея, Китай, Россия, Тайвань, Пакистан 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.).

<sup>2</sup> Рынок «на фронтире», пограничный рынок (frontier market) — финансовый рынок, находящийся в начале своего развития (по аналогии с «фронтиром» времен освоения западных территорий США). Характеризуется очень низкой степенью развития в сравнении с развитыми рынками и даже развивающимися рынками. Для рынка характерны низкая ликвидность, крайне ограниченный набор ценных бумаг и других финансовых продуктов, доступных для инвесторов, концентрированная собственность, лимитирующая доступ сторонних лиц к вложению средств в акционерные капиталы, многочисленные ограничения на инвестиции нерезидентов и т.п. В конце XX — начале XXI в. к рынкам «на фронтире» относились все (кроме России) рынки бывших советских республик, включая страны Балтии, ряд рынков Азии и Африки (всего 15—20 стран).

Горизонт прогнозирования — до 2030—2035 гг.

За пределами этих сроков, по оценке, слишком нарастает неопределенность, делая прогнозы незначительными для тех, кто принимает решения в финансах на уровне «макро».

### 1.1. Базовые предположения

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.

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

*Первый сценарий* — сохранение США мирового лидерства при снижении доли США в мировом ВВП<sup>1</sup>. «Ребалансирование» (rebalancing) мировой экономики. США в международном разделении труда остается центром инноваций, идеологии, интеллектуальной собственности, финансовых услуг, управления активами, крупнейшим собственником активов. Произойдет частичная «реиндустриализация» США. «Мастерские мира» — в «новых индустриальных» и развивающихся странах, Европа — диверсифицированная экономика.

*Развивающиеся экономики.* Численно расширится группа стран, входящих в группу развитых. Увеличится число стран, приближающихся к группе новых индустриальных. И, наоборот, снизится доля стран, являющихся беднейшими среди развивающихся, рынками на фронтире. Формирование третьего (помимо США и ЕС) экономического и финансового центра мира в Азии. Рост его доли в мировой экономике (прежде всего, за счет Китая и Индии).

Усилится характер глобальной экономики как мультиполярной. Формирование новых зон сверхбыстрого роста (например, Африка). 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

<sup>1</sup> Стратегический глобальный прогноз 2030. Расширенный вариант / под ред. А. А. Дынкина; ИМЭМО РАН. М.: Магистр, 2011.

капитала в сравнении с внутренней экономикой. Относительное выравнивание торговых балансов. Больше 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 импортеры капитала (заемщики, дебиторы).

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

*Второй сценарий.* Упрочение ведущей позиции США, сложившейся в XX в. (экономика, инновации, финансы, розничное потребление). Дальнейшая концентрация экономической и финансовой власти в этой стране.

Реализация этого сценария сохранит — 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. Будет продолжена глобализация финансов, сформируется мультиполярная финансовая архитектура при сохранении доминирующей роли англосаксонского ядра, увеличатся финансовая глубина и секьюритизация мировой экономики, будет развита международная система финансового регулирования.

*Второй* — приведет глобальные финансы к фрагментации, к «закрытию» стран (как это было в первой половине XX в., к резкому падению финансовой глубины и уровня зрелости финансовых систем, к вспышке инфляции, а затем — к длительному периоду выхода из «военных финансов», 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.

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

**Природные катастрофы, окружающая среда.** Еще один перекресток 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 деятельности.

**Второй сценарий** — катастрофический для мировой экономики, в котором произойдет 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.

**Демография, распределение доходов.** Сценарий будущего, с которым «все согласны»: замедление темпов роста населения; рост доли старших возрастов (особенно в развитых странах); увеличение продолжительности жизни; рост доли среднего класса.

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

**Развивающиеся экономики.** Догоняющий рост доходов, активов, продолжительности жизни населения развивающихся стран; увеличение его доли в населении мира; опережающий рост среднего класса в развивающихся экономиках.

В глобальных финансах все это будет означать усиление нагрузки на пенсионные системы, реструктурирование финансовых продуктов, связанных с жизненным циклом (life cycle), прежде всего роста спроса «старших возрастов»; расширение сегментов финансовых систем, связанных с потреблением среднего класса; опережающий рост финансов развивающихся стран в структуре глобальных финансов в той части, в какой это зависит от факторов демографии.

**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* — ускорение инноваций в сравнении с 1970—2000 гг. В этом случае резко нарастает нестабильность глобальных финансов: стремительный рост финансовых инноваций, мыльных пузы-

## 1.2. Как делаются прогнозы

рей, новых финансовых продуктов; особо быстрые темпы нарастания финансовой глубины, монетизации; ускорение инфляции.

Прогноз основан на первом сценарии.

**Энергетическая модель экономики.** 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.

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 и газа как товаров на глобальных рынках.

**Социокультурная динамика.** Продолжение экспоненциального роста в информатике и базах знаний.

Все 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.

Для глобальных финансов это будет означать продолжение опережающего роста публичных финансов (бюджет, социальное обеспечение).

«Дробное человечество», рассыпавшееся на микрогруппы, соединенные коммуникационными сетями, — другая продуктовая структура финансов. «Инфантильное человечество», «учащееся» вместо «живущего» — иное финансовое поведение. Тотальный надзор, глобальные сети, контроль за поведением — «убийство банковской тайны», «расправа» над наличными деньгами.

## 1.2. Как делаются прогнозы

Основания 15—20-летних прогнозов, содержащихся в книге:

— базовые предположения, относящиеся к будущей политической, экономической и социокультурной динамике (см. п. 1.1);

— длительные тенденции в глобальных финансах, которые могут ярко проявляться на протяжении 150—200 лет и, как следствие,

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

неизбежно должны продолжаться в будущем, имея огромную инерционность;

— системный анализ, который дает возможность прогнозировать изменения в глобальных финансах в качестве ответов на вызовы, исходящие из роста масштабов, изменений динамики и структуры мировой экономики как системы с нарастающей сложностью.

### 1.3. Цикличность глобальных финансов

**Разовый «финансовый взрыв» или циклический процесс?** С начала 1970-х гг., после демонетизации золота, резко ускорилось финансовое развитие мировой экономики. Она все больше насыщалась деньгами, по экспоненте — финансовыми активами, инструментами, институтами. Финансовая глобализация стала рядовым явлением. Резко повысился кредитный рычаг, стала почти всеобъемлющей секьюритизация. Стало заметным нарастание рисков, волатильности в сравнении с 1950—1960 гг. Эти процессы, имея циклический характер, привели с конца 1990-х гг. к череде мировых финансовых шоков по нарастающей (1997—1998, 2000, 2008—2009, 2011—2012 гг.).

Вопрос — что дальше? Нарастание нестабильности и новые кризисы или усмирение рисков и тишь и гладь в глобальных финансах? Или же циклический процесс финансового развития, сопровождающий подобные, часто взрывные динамики в реальном секторе, в инновациях и информации?

**Взгляд в прошлое.** Чтобы ответить на эти вопросы, нужно отступить на несколько шагов назад и попытаться оценить процессы, идущие в глобальных финансах, по принципу «большое видится на расстоянии». Увидеть, есть ли здесь закономерности, попытаться понять, не продолжается ли сегодня то, что происходило в глобальных финансах на расстоянии чуть ли не столетий. Решить, была ли нечаянной ошибкой легкая денежная политика 2000—2007 гг., вызвавшая перегрев глобальных финансов, или же актеры играли именно ту пьесу, которую не могли не сыграть?

Нет, не была. Играли именно ту пьесу, которая сама просилась на сцену.

Все, что происходит в последние 10—15 лет, является частью длинного цикла, находится внутри него. Понять эти события мож-

### 1.3. Цикличность глобальных финансов

но только по отношению к самому циклу и в череде других длинных циклов. Такая «циклическая» точка зрения на события последних лет признается в научном поле<sup>1</sup>.

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

Заметны *финансовые циклы*, наложенные на *длинные волны экономической динамики*. Подробный анализ циклов опубликован раньше<sup>2</sup>.

Очередной цикл завершился с «дикими скачками» в финансах в 1970-е гг. Затем в 1980—1990-е гг. — время роста и финансовых бумов, с конца 1990-х гг. и далее в начале XXI в. — драма кризисов.

**Наложение финансового развития на цикличность.** Циклически переболев на спаде 1970-х гг., финансы с 1980-х гг. начали сверхбыстрый рост. После демонетизации золота, с переходом ко все более свободным счетам капитала и ценообразованию на валюты начался взрыв объемов финансовых активов, видов финансовых инструментов, технологий, институтов. Называлось это по-разному: финансовое развитие (financial development), финансовое углубление (financial deepening), финансиализация (financialization), секьюритизация (securitization).

Этот процесс представлялся объективным. Доказывалось, что вместе с финансовой либерализацией (financial liberalization) и финансовой глобализацией (financial globalization) он приводит к лучшему экономическому развитию. Аргументировалось, что чем больше финансовая глубина (financial depth), тем ближе страна к состоянию индустриальной вместо того, чтобы быть формирующимся рынком (emerging market) или даже полупустым и диковатым «рынком на фронтире» (frontier market, кото-

<sup>1</sup> Tausch A. The Hallmarks of Crisis. A New Center-Periphery Perspective on Long Cycles. Innsbruck University, MPRA Paper No. 48356, July 2013; 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.

<sup>2</sup> Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М. : Альпина Паблишер, 2002. С. 136—143; Миркин Я. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М. : Кнорус, Гелеос, 2011. С. 301—307.

рый еще должен очень постараться, чтобы стать формирующимся). Этому вопросу были посвящены тома научных исследований, начатых еще во Всемирном банке в конце 1980-х гг.<sup>1</sup> и продолженных в 1990—2000-е гг.<sup>2</sup>

Действительно, этот «большой взрыв» в финансах был не случаен. Его причина — не только начало нового длинного цикла (рост экономики в 1980—1990-х гг.), но и связанная с ним взрывная волна инноваций, информатизации общества, стартовавшая еще в 1970-х гг. Финансовые активы, инновации, объемы информации росли равными темпами. Так происходит каждый раз, когда совершается технологическая революция. Ее риски, венчуры, инвестиции в новые сектора, в компании малой капитализации полностью покрываются новыми финансовыми инструментами, разогревом рынков, мыльными пузырями. Так было в XVII—XIX вв. Так происходит и в XX—XXI вв. Обширное исследование на этот счет провела Карлотта Перез<sup>3</sup> (Perez, 2002).

Все это значит, что реальность — это не только констатация того, что в 2000-х гг. благодаря легким деньгам, низкому проценту и глобальным дисбалансам в движении капитала возник «мыльный пузырь» и созрели предпосылки для старта кризиса в 2006—2007 гг. Такой анализ обычно дает почву для «проклятий» в адрес спекулянтов, «жирных котлов» — банкиров и теневой банковской системы (которая на самом деле теневой (shadow) не является, будучи вполне легальными небанковскими финансовыми институтами).

Реальностью является также то, что это был 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.

<sup>1</sup> World Bank Development Report 1989: Financial Systems and Development. Wash. : World Bank, 1989.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Perez C. Technological Revolutions and Financial Capital: The Dynamics of Bubbles and Golden Ages. Edward Elgar Publishing Ltd., 2002.

**Формула финансового будущего.** Такой «циклический» взгляд на вещи многое меняет. Глобальные дисбалансы становятся частью закономерного развития экономики в длинных циклах, подобно маятнику, а не случайным явлением. От дисбаланса 1980—1990-х гг. (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 легких денег и низкого процента.

Таким образом, финансовое будущее строится по формуле «циклическость + финансовое развитие» (более подробно о финансовом развитии см. п. 1.6).

**Особенности развивающихся рынков.** Они, конечно, не свободны от глобальных экономических и финансовых циклов. Они «подстраиваются» к общему движению по мере того, как переходят на новые ступени финансовой зрелости и глобализируются.

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.

Вместе с тем заметные длинные тренды:

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

### Циклическая природа финансового регулирования

Многим кажется, что мировая реформа финансового регулирования, происходящая после кризиса 2008 г., раз и навсегда ломает склонность глобальных финансов к перегревам.

Это заблуждение. Эта реформа — просто очередное звено в многолетних циклах «усиление регулирования — дерегулирова-

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

ние — вновь усиление регулятивного бремени и т.д.», накладывающихся на длинные волны экономической динамики<sup>1</sup>.

То же можно выразить в иных терминах: «интервенционизм — либерализация — усиление вмешательства государства» или даже «централизация — децентрализация — новая централизация» управления макроэкономикой.

Модель регулирования экономики является во многом производной от длинных циклов<sup>2</sup>. После очередного кризиса — усиление регулирования, переход к ручному управлению, интервенционизм. По мере разогрева экономики, на волне инноваций, развития — либерализация, необходимость «отпустить тормоза», победа течений и групп, связанных с дерегулированием. В моменты новых шоков — вновь расширенное вмешательство государства.

Эти циклы регулирования, наложенные на длинные волны экономической и финансовой динамики, хорошо видны в прошлом.

Какими бы всеобъемлющими ни были сегодня ужесточения финансового регулирования, они носят временный, циклический характер, за ними неизбежно грядет либерализация, в основе которой — продолжение длинных циклов финансовой динамики, новые «большие взрывы» в финансах.

Кризисы сбивают экспоненты, «перегревы», и на этой основе возобновляется финансовое развитие. Продолжается насыщение экономик деньгами и все более изощренными финансовыми инструментами в полном соответствии со взрывным развитием науки и информационными бумами. Посткризисные ужесточения смягчаются, все более либеральными становятся конструкции финансового регулирования.

<sup>1</sup> Gerding E. F. Bubbles, Law and Financial Regulation. NY : Routledge, 2014; McDonnell B. Dampening Financial Regulatory Cycles // Florida Law Review. Vol. 65. 2013. P. 1597—1649.

<sup>2</sup> Три века длинные циклы (интервенционизм — либерализация) пронизывают «мэйнстрим» в теории, являющейся основой макрополитики. От классической политической экономии и «невидимой руки рынка» к утопическому социализму и марксизму, затем к неоклассике (во всем разнообразии ее 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 «мэйнстрим».

## 1.3. Цикличность глобальных финансов

Финансовое регулирование неизбежно начинает не успевать за «финансиализацией», секьюритизацией, «высокими финансами» (деривативы, структурированные продукты, финансовые инновации).

И все повторяется вновь. Перегрев, кризис, «проклятия», ужесточение регулятивного бремени.

**Были ли до кризиса финансовые рынки нерегулируемыми?** Существует мнение, что «до кризиса в большинстве стран экономика функционировала исходя из принципа невмешательства государства в деятельность финансовых рынков», что рынки были «нерегулируемыми»<sup>1</sup>. Но это не так. Наоборот, перед кризисом 2008—2012 гг. во всех экономиках выстраивались достаточно жесткие конструкции из комиссий по ценным бумагам / мегарегуляторов, контроля входа на рынок, аттестаций, лицензирования, регистраций, пруденциального надзора, защиты прав инвесторов, предупреждения нечестных практик, профессиональных стандартов, СРО.

Это не было «не регулирование». Это была законная финансовая либерализация на стадии циклического разогрева экономики, которая когда-нибудь, после стадии ужесточения регулирования, неизбежно повторится, так же как повторяются бумы в глобальных финансах, мыльные пузыри и финансовые инновации (какие — еще неизвестно).

**Экстрессы в динамике финансового регулирования.** В циклах могут возникать экстремальные падения, которых можно было бы избежать, или излишние перегревы. Волатильность в циклах может быть слишком жестка, велика, иметь разрушительные последствия.

Как в финансовых и экономических динамиках, регулятивные циклы также могут иметь свои избыточные вершины (перерегулирование) и точки дна (избыточно слабое регулирование).

До кризиса 2008 г. регулирование в глобальных финансах было, видимо, слабее, чем оно должно было быть, и, как следствие, привело к более высокой концентрации системных рисков и большей, чем это могло быть, остроте кризиса.

<sup>1</sup> Улюкаев А. Болезненная трансформация мировой экономики. М. : Институт Гайдара, 2014. С. 241.



## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

На стадии циклического разогрева регулирование объективно не успевает за темпами финансовых инноваций. Финансовые рынки «бегут» вслед за инновациями в реальном секторе, поставляя им денежные ресурсы и особенно не думая о том, что на каждый новый рынок, технологию, финансовый продукт должна быть сначала наложена тяжелая ладонь государства. Регулирование отстает от рынка.

После кризиса 2008 г. иная ситуация. Постепенно, по оценке, нарастает избыточность финансового регулирования. «Перегрев» в регулировании. С учетом 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<sup>1</sup>.

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

Либо это досрочная, опережающая либерализация в подражание развитым рынкам. Она ведет 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 недопустим 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.

**Формула длинного тренда в финансовом регулировании:** усложнение, диверсификация, расширение периметра (в меру финансового раз-

<sup>1</sup> См., например: Over-regulated America // The Economist, 18 February. 2012.

## 1.4. Встроенная волатильность

вития) + цикличность + циклические экстремумы («перерегулирование», «избыточная слабость регулирования»), неизбежно рождаемые государствами + сверхвысокая волатильность систем регулирования развивающихся рынков.

### Впереди — цикличность

Итак, финансовое будущее, посткризисное экономическое устройство не сводится к мировой реформе финансового регулирования, как это может иногда показаться<sup>1</sup>.

Анализ глобальных трендов основан на предположении о том, что в будущем в полной мере сохранятся цикличность мировой экономики и структура циклов (Кондратьева, Кузнеца, Жюгляра). Усилится степень глобализации 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 основываясь на нем, будут цикличны и финансовые динамики, оказывая, в свою очередь, обратное воздействие на реальный сектор, усиливая (а не сглаживая) его собственные циклы.

Экономическая и финансовая цикличность, особенно в циклах Кондратьева, будет связана с регулятивными и политическими циклами, которые неизбежно формируют циклы в финансовом регулировании.

## 1.4. Встроенная волатильность

Ретроспективная волатильность глобальных финансов может анализироваться на основе динамики финансового рынка США, поэтапно утверждавшегося с начала XX в. (особенно после Первой мировой войны) в качестве ядра мировой финансовой системы. Рисунок 1.1<sup>2</sup> содержит данные о волатильности рынка акций США (на основании промышленного индекса Доу—Джонс) за 1897—2014 гг.

<sup>1</sup> Улюкаев А. Болезненная трансформация мировой экономики. М.: Институт Гайдара, 2014. С. 241. Гл. 6.

<sup>2</sup> Расчет по месячным значениям индекса DJIA (Dow Jones Industrial Average, рынок акций США) (среднеквадратические отклонения месячной доходности, март 1897 г. — октябрь 2014 г.), данные Dow Jones Indexes с 2 марта 1897 г.

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

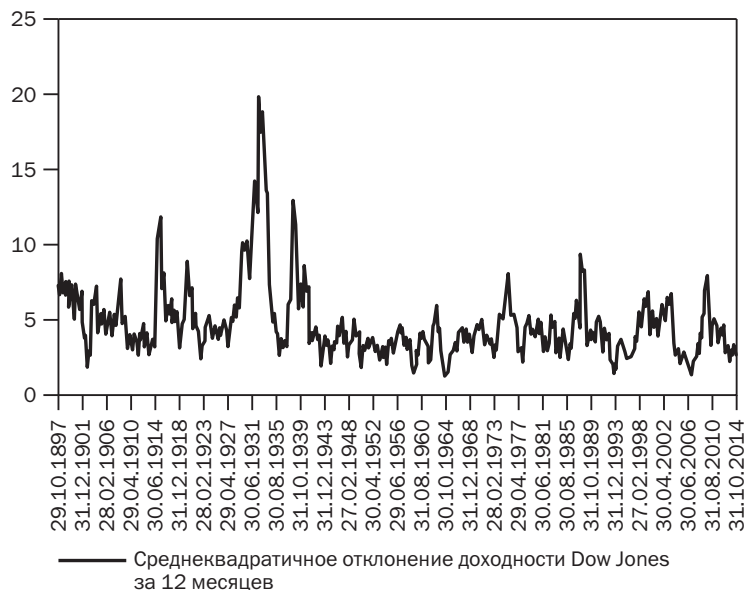


Рис. 1.1. Волатильность рынка акций США 1897—2014 гг. (DJI)

На графике прослеживаются три периода волатильности финансового рынка:

— сверхвысокая волатильность в 1897 — середине 1940-х гг., включающая мировой финансовый кризис 1930-х гг.;

— умеренная волатильность (1950—1960-е гг.);

— вспышка волатильности с начала 1970-х гг., завершившаяся кризисными периодами 1997—2009 гг., с рыночными шоками в 2007—2008 гг. (демонетизация золота, отрыв доллара США как мировой резервной валюты от золота, расширяющийся переход к свободному плаванию валютных курсов, усиление на этой основе волатильности цен финансовых активов, секьюритизация, быстрое расширение рынка деривативов, экспансия внешних долгов, не связанных с обеспечением золотыми запасами, превращение биржевых товарных активов в финансовые инструменты и т.п.).

После 2008 г. высокая волатильность финансовых рынков продолжилась. Долговой кризис в ЕС 2010—2014 гг., циклические колебания доллара США в ключевой паре доллар — евро (2014—2014 гг.), резкие падения мировых цен на сырье (сначала

## 1.4. Встроенная волатильность

металлов с 2011—2012 гг., затем — нефти и газа в 2014 г.), «мыльный пузырь» на рынках акций США (2012—2014 гг.) и Китая (2014 г.) с неизбежным резким сбросом пузыря в будущем — все это признаки продолжающейся острой волатильности.

Поэтому глобальные финансы продолжают находиться в своеобразной точке бифуркации.

Прохождение точки бифуркации предполагает следующие сценарии динамики глобальных финансов.

*Первый сценарий* — дальнейшее усиление волатильности, разбалансированности системы глобальных финансов и в обозримой перспективе новый экономический и финансовый кризис, который может иметь худшие последствия, чем кризис 2007—2009 гг. (государства не будут иметь возможности таких масштабных интервенций через рост бюджетных расходов и эмиссию, как это было в 2007—2009 гг.). Этот сценарий может реализоваться в том случае, если происходящее усиление государственного регулирования в системе глобальных финансов, прогнозируемое среднесрочное укрепление доллара США (как инструмент давления на цены финансовых и товарных активов), будущие стратегии выхода (сжатие ликвидности, оздоровление государственных финансов, рост процентных ставок), ребалансирование мировой экономики в целом и США в частности не смогут предупредить эксцессивное разрастание финансовых активов (возобновление их докризисного экспоненциального роста) и неизбежный в этом случае рост их волатильности. Так же как и в физических системах (аналог — флаттер), глобальные финансы могут демонстрировать усиление разбалансированности, эксцессивную волатильность, ведущую к серьезным деформациям или даже частичным разрушениям мировой финансовой системы.

*Второй сценарий* предполагает ослабление, сброс волатильности на основе усиления финансового регулирования и объединенных усилий государств в проведении экономической и финансовой политики, направленной на снижение системного риска (ребалансирование мировой экономики, антициклические меры, препятствующие эксцессивному разогреву финансовых рынков). Частью второго сценария является долгосрочное, циклическое укрепление доллара США как мировой резервной валюты и связанное с этим понижательное давление на мировые цены товарных и финансовых активов.

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

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

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

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.

Основным является второй сценарий.

### 1.5. Инфляция

Многолетняя динамика и прогноз инфляции (мир в целом, отдельно для азвитых стран и развивающихся экономик) отражены в табл. 1.1.

Таблица 1.1. Динамика инфляции

Год	Темпы роста потребительских цен, %						
	Мир	Развитые экономики		Развивающиеся экономики			
		Всего	В том числе еврозона	Всего	В том числе		
					Развивающаяся Азия	Развивающаяся Европа	СНГ
1990	28,1	5,8	х	77,2	10,5	х	х
1995	12,6	2,5	2,4	28,5	9,4	43,1	134,7
2000	4,8	2,5	2,5	8,0	2,9	25,4	21,7
2007	5,5	3,1	3,1	7,8	6,8	7,0	13,0
2008	4,7	1,6	1,6	7,8	4,4	6,7	13,8
2010	5,0	1,8	2,2	6,8	6,1	5,3	8,8
2012	4,1	1,7	2,2	6,1	4,7	4,8	6,3

### 1.5. Инфляция

Окончание табл. 1.1

Год	Темпы роста потребительских цен, %						
	Мир	Развитые экономики		Развивающиеся экономики			
		Всего	В том числе еврозона	Всего	В том числе		
					Развивающаяся Азия	Развивающаяся Европа	СНГ
2013	3,6	1,2	0,8	5,5	4,5	3,5	6,1
2020	4,0—5,0	2,0—2,1	1,2—1,7	4,5—5,0	3,0—3,5	2,5—3,0	6,0—13,0
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

Источник: рассчитано по IMF World Economic Outlook Database.

Таблица 1.1 отражает ряд многолетних тенденций, которые, по оценке, будут продолжаться в 2020—2035 гг.:

— инфляция органично «встроена» в мировую финансовую динамику; предполагается ее непрерывность; дефляция временна, она — отклонение от «порядка вещей»;

— в 2020—2035 гг. продолжится угасание инфляции, ее мировых значений (в рамках базового сценария, содержащегося в п. 1.4). Сценарий следующий. От вспышки инфляции в 1970-х гг. в развитых экономиках (демонетизация золота, переход к свободному плаванию 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», торможения инфляции (рост количества и доли развитых рынков, увеличение финансовой глубины (financial depth) в большинстве стран, нормализация финансовых систем, усиление их устойчивости как более крупных финансовых машин, способности абсорбировать риски и волатильность);

— развивающиеся рынки — сохранится сегментация инфляции: среднемировая выше, чем в развитых экономиках; инфляция

в развивающихся экономиках выше среднемировой и темпов роста цен в развитых экономиках; разрыв в уровне инфляции между двумя этими группами экономик будет постепенно сокращаться; страны постсоветского пространства будут являться яркой точкой, пространством опережающей инфляции.

### 1.6. Финансовое развитие

Что это такое? Финансовое развитие (financial development), финансовая глубина экономики (financial depth) — пронизанность экономики финансовыми отношениями, ее насыщенность деньгами, финансовыми инструментами и финансовыми институтами, величина финансовой сферы (накопления, инвестиции, перераспределительные отношения) в сравнении с производственными объемами.

Чем более развитой и быстрорастущей является страна, тем больше финансовая глубина. В свою очередь, чем больше финансовая глубина, тем значимей способность финансового сектора к перераспределению денежных ресурсов на цели инвестиций и тем выше способность к развитию и устойчивей темпы экономического роста. Индикаторы финансовой глубины — денежная масса / ВВП, финансовые активы / ВВП, капитализация рынка акций / ВВП, кредиты / ВВП и т.д.

Финансовое развитие, финансиализация, секьюритизация, «высокие финансы» (деривативы, структурированные продукты, финансовые инновации) — это не экзотика, которую можно загнать в угол, вывести из постоянной линии жизни глобальных финансов. Конечно, временами возникают перегревы, финансовое развитие начинает осуществляться по экспоненте, но эти экстремумы сбиваются кризисами, а затем все возвращается на круги своя — все большее насыщение экономик деньгами, финансовыми инструментами, финансовыми институтами, все более изощренные финансы в полном соответствии со взрывным развитием науки, информационными бумами, новой технической революцией.

Это тренд, хорошо видимый с начала XVII в.

В исследованиях конца 1980-х — начала 2000-х гг., инициированных Всемирным банком, была доказана на примере нескольких десятков стран связь финансового развития и экономического рос-

та, где последний является зависимой величиной<sup>1</sup>. Чем больше финансовая глубина экономики (financial depth), ее насыщенность деньгами, финансовыми инструментами (кредиты, облигации, акции, деривативы, структурированные продукты и т.п.) и финансовыми институтами, тем более зрелой, индустриальной является экономика, тем больше ее операционная способность в том, чтобы инвестиции дошли не только до традиционных отраслей, но и до инновационных, высокотехнологичных сегментов экономики, в которых определяется ее будущее<sup>2</sup>.

Любая технологическая революция, любой «большой взрыв» в объемах инноваций и информации связаны с резким скачком в финансовом развитии<sup>3</sup>.

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

В отечественной литературе делались собственные статистические обобщения, доказывавшие этот тезис (115—130 стран, 1996, 2000, 2009 гг.)<sup>4</sup>. Главный результат — подтверждение тезиса о воздействии финансовой глубины на экономическое развитие; показан масштабный разрыв между уровнем финансового развития экономик России, индустриальных и большинства развивающихся стран, обоснована политика, которая создавала бы из финансовой системы России сильную машину, стимулирующую быстрый, стабильный рост и модернизацию.

<sup>1</sup> World Bank Development Report 1989: Financial Systems and Development. Wash. : World Bank, 1989; 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.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Perez C. Technological Revolutions and Financial Capital: The Dynamics of Bubbles and Golden Ages. Edward Elgar Publishing Ltd., 2002.

<sup>4</sup> Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М. : Альпина Паблишер, 2002. С. 251—257; Миркин Я. М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М. : Кнорус, Гелеос, 2011. С. 22—28.

Еще один результат — демонстрация связи «сверхбыстрого» экономического и финансового развития, политики форсированного наращивания финансовой глубины как элемента «экономического чуда».

Эта связь подтверждена статистическими измерениями динамики финансового развития по группе азиатских экономик (Япония, Китай, Корея, Сингапур, Малайзия) в периоды их сверхбыстрого роста в 1950—2010 гг.<sup>1</sup> 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).

Таким образом, статистические наблюдения за уровнем финансового развития индустриальных и развивающихся экономик, включая Россию, ведутся почти 20 лет по 115—130 странам.

Временная глубина измерений позволяет поставить следующие вопросы. Подтверждается ли последними измерениями тезис о связи финансового развития и экономического роста? Сохраняется ли разрыв финансовой глубины между развитыми странами и развивающимися экономиками? Какова динамика финансовой глубины глобальной экономики и отдельных стран в последние 20 лет?

Для ответа на эти вопросы проведены статистические измерения финансовой глубины по 116 странам (на конец 2013 г.); сделаны сопоставления с уровнями 1996 и 2000 гг. по более чем 100 странам. Для анализа использовался показатель монетизации экономики — ключевой индикатор ее насыщенности финансовыми активами (финансовой глубины), рассчитываемый как отношение денежной массы к валовому внутреннему продукту («Денежная масса / ВВП»)<sup>2</sup>. Рас-

<sup>1</sup> Миркин Я. М., Кудинова М. М., Левченко А. В., Бахтараева К. Б., Жукова Т. В., Бунаряна А. Г. Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика. М.: Магистр, 2014. С. 24, 34—39.

<sup>2</sup> Измерения основываются на показателе так называемых широких денег в национальной валюте (*Broad Money, national currency*), наиболее полно характеризующем наличную и безналичную компоненты денежной массы. Показатель рассчитывается центральными банками большинства стран, по единой методологии, в программе международных статистических сопоставлений МВФ (IMF International Financial Statistics). В качестве базы индикатора взят ВВП в текущих ценах в национальной валюте (*Gross Domestic Product, current prices, national currency*). Ряд стран вместо «широких денег» формирует показатель — предшественник «Деньги + Квазиденьги» (*Money + Quasi-Money*). Отдельные страны, в том числе зона евро, публикуют показатель МЗ, находящийся ближе к «широким деньгам», чем другие денежные агрегаты, содержащиеся в их статистике.

пределение стран по уровню монетизации в 2013 г. представлено в табл. 1.2.

Таблица 1.2. Распределение стран по уровню монетизации в 2013 г.

Монетизация экономики, 2013, %	Развитые экономики	Число стран	Переходные и развивающиеся экономики	Число стран
> 200	Гонконг, Япония	2	Ливан	1
> 150—200	Швейцария	1	Китай, Сент-Китс и Невис	2
> 100—150	Австралия, Великобритания, Корея, Новая Зеландия, Сингапур	5	Вьетнам, Эритрея, Малайзия, Марокко, Таиланд	5
> 80—100	Еврозона, Исландия, Канада, США, Чехия	5	Албания, Антигуа и Барбуда, Болгария, Бразилия, Гренада, Доминика, Кабо-Верде, Маврикий, Непал, Сент-Люсия, Чили	11
> 60—80	Швеция	1	Алжир, Белиз, Боливия, Босния и Герцеговина, Бруней, Вануату, Венгрия, Гайана, Египет, Индия, Катар, Кувейт, Мальдивы, Молдавия, Сент-Винсент и Гренадины, Турция, Украина, Фиджи, Филиппины, ЮАР	20
> 40—60	Дания	1	Бангладеш, Ботсвана, Бутан, Венесуэла, Гаити, Гватемала, Гондурас, Индонезия, Камбоджа, Кения, Колумбия, Коста-Рика, Мексика, Мозамбик, Монголия, Намибия, Пакистан, Папуа — Новая Гвинея, Парагвай, Польша, Россия, Самоа, Сейшельские острова, Сербия, Соломоновы острова, Суринам, Тонга, Тринидад и Тобаго, Уругвай, Ямайка	30

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

Окончание табл. 1.2

Монетизация экономики, 2013, %	Развитые экономики	Число стран	Переходные и развивающиеся экономики	Число стран
> 30—40		0	Азербайджан, Ангола, Армения, Афганистан, Беларусь, Грузия, Доминиканская Республика, Ирак, Казахстан, Коморы, Лесото, Мьянма, Никарагуа, Оман, Румыния, Свазиленд, Танзания	17
> 20—30		0	Бурунди, Габон, Гана, Замбия, Камерун, Нигерия, Судан, Таджикистан, Уганда, ЦАР, Экваториальная Гвинея	11
> 10—20			Сьерра-Леоне, Чад, Эквадор, Южный Судан	4
Итого стран		15		101

Источники: расчеты сделаны на основе базы данных МВФ «International Financial Statistics Database», а также классификации стран по уровню развития («developed», «developing»), ведущейся МВФ.

Измерения монетизации, проведенные в 2013 г., показывают на ту же неравномерность финансовой глубины, связанную с уровнем экономического развития, что и в 1996, 2006, 2009 гг. Больше 85% индустриальных стран (в 2009 г. — примерно 75%) имеют монетизацию выше 80% ВВП.

И наоборот, больше 60% стран (в 2009 г. — примерно 70% стран) с развивающейся и переходной экономикой имеют финансовую глубину ниже 60% ВВП (в том числе и Россия), чуть более 80% стран (в 2009 г. — 85% стран) — ниже 80% ВВП.

Еще одно наблюдение, подтвержденное расчетами (2009 г.). «Измерения монетизации, проведенные в начале 2000-х гг... показывают на ту же неравномерность финансовой глубины, связанную с уровнем развития. При этом в 2004—2009 гг. по абсолютному большинству стран, как и в России, произошел рост финансовой глубины (на примере монетизации). Уровень насыщенности деньгами (финансовыми инструментами, финансовыми активами) мирового

## 1.6. Финансовое развитие

экономического оборота стал значительно выше. Финансовый кризис 2009—2010 гг. притормозил, но не остановил эту тенденцию»<sup>1</sup>.

Таким образом, за последние 20 лет глобальная экономика значительно продвинулась в своем финансовом развитии. Проявилась закономерность *роста финансовой глубины мировой экономики* (financial deepening, financialization) по мере перехода все 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 по большинству стран опережал динамику реальной экономики. Усилилась ее насыщенность деньгами, финансовыми инструментами и институтами — не в рамках «мыльных пузырей», «отрыва финансовой надстройки от реального основания», «разбухания фиктивного капитала» и т.п. (все это обычные, побочные знаки развития, регулируемые в меру макропруденциального надзора), а в силу возникновения все более развитых, диверсифицированных, сложных финансовых систем, обеспечивающих лучшие, чем в прошлом, условия для инвестиций в самые рискованные инновации, в высокотехнологичные производства, в догоняющий рост стран, отраслей, регионов — всех тех, кто отстал.

Анализ изменений, произошедших за период больше чем 10 лет, в 2001—2013 гг. подтверждает эти выводы (табл. 1.3). Это тем более важно, что на это время пришелся не только тотальный подъем финансовых рынков, но и глобальный кризис 2008—2009 гг., острейший долговой кризис еврозоны 2010—2012 гг.

Таблица 1.3. Распределение стран по темпам изменения монетизации

Темп изменения коэффициента монетизации в 2001—2013 гг., %	Развитые страны	Развивающиеся страны
> 150		Азербайджан, Армения, Венесуэла, Грузия, Камбоджа, Таджикистан, Экваториальная Гвинея

<sup>1</sup> Миркин Я. М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М. : Кнорус, Гелеос, 2011. С. 22.

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

Окончание табл. 1.3

Темп изменения коэффициента монетизации в 2001—2013 гг., %	Развитые страны	Развивающиеся страны
> 100—150		Вьетнам, Мальдивы, Монголия, Россия, Сербия <sup>2</sup> , Соломоновы острова, Украина <sup>1</sup>
> 60—100	Исландия	Беларусь <sup>3</sup> , Колумбия, Мозамбик <sup>1</sup> , Намибия <sup>1</sup> , Новая Зеландия, Папуа–Новая Гвинея, Сент-Китс и Невис, Фиджи, ЦАР
> 30—60	Австралия, Великобритания, Гонгконг, Еврозона, Канада, Чехия <sup>1</sup> , Швейцария, Швеция	Албания <sup>1</sup> , Бангладеш, Бразилия, Венгрия <sup>2</sup> , Габон, Гана, Гватемала, Доминика, Индия, Кабо-Верде, Казахстан <sup>2</sup> , Камерун, Кения, Китай, Коморы, Мексика, Марокко, Мьянма, Парагвай, Польша <sup>3</sup> , Румыния, Суринам, Сьерра-Леоне, Танзания, Турция <sup>2</sup> , Уганда
> 20—30	Дания <sup>2</sup> , США, Япония	Алжир, Боливия, Бурунди, Гайана, Ирак <sup>3</sup> , Коста-Рика, Лесото, Ливан, Маврикий, Никарагуа, Чад, ЮАР
> 0—20	Сингапур, Корея <sup>1</sup>	Антигуа и Барбуда, Ботсвана, Бутан, Гондурас, Гренада, Замбия <sup>2</sup> , Малайзия, Сент-Люсия, Таиланд <sup>2</sup> , Тонга
> (-10)—0		Бруней, Доминиканская Республика, Индонезия <sup>3</sup> , Катар, Сент-Винсент и Гренадины, Уругвай, Чили
> (-50)—(-10)		Вануату, Египет <sup>3</sup> , Эритрея, Кувейт, Сейшельские острова, Эквадор, Ямайка

<sup>1</sup> Данные на конец 2002 г.

<sup>2</sup> Данные на конец 2003 г.

<sup>3</sup> Данные на конец 2004 г.

## 1.7. Финансовое будущее: основные тренды

Абсолютное большинство стран выборки (более 100 стран), в том числе все развитые, находятся в зоне финансового развития (роста монетизации, насыщенности деньгами, финансовыми инструментами и институтами). Лишь 7% стран (все — развивающиеся) — в отрицательной зоне.

Динамика финансового развития неизбежно отразила рост веса развивающихся экономик в глобальных финансах. Их доля в мировой монетизации растет. 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. (табл. 1.3) поддерживали сверхвысокие темпы монетизации. У них ее прирост составил свыше 100%. У четверти развивающихся стран прирост этого индикатора финансовой глубины больше 60% (табл. 1.3). 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%.

**Глобальные тренды:** продолжение финансового развития, увеличения финансовой глубины (financial depth); сохранение разрыва в финансовой глубине между развитыми и развивающимися экономиками; сокращение этого разрыва, опережающая динамика финансовой глубины развивающихся экономик.

### 1.7. Финансовое будущее: основные тренды

Если исходить из продолжения «большого взрыва» в глобальных финансах, из «длинной цикличности», то каков возможный чертёж финансового будущего? В чем будет заключаться не «болезненная трансформация» (по названию книги А. Улюкаева)<sup>1</sup>, а органичная трансформация глобальных финансов?

До 2035 г. глобальные финансы, сохраняя цикличность динамики, станут мультиполярными, обладающими большей финансовой глубиной и сложностью, большей зрелостью, более высоким уровнем либерализации, интеграции и концентрации финансового регулирования на наднациональном уровне, чем в 2000—2010-х гг.

В перспективе нескольких десятилетий будет широко воспроизводиться сценарий: экспонента — кризис — замедление динамики.

<sup>1</sup> Улюкаев А. Болезненная трансформация мировой экономики. М.: Институт Гайдара, 2014.

### 1.7.1. Будущая цикличность

Будет продолжен ряд долгосрочных циклов экономической и финансовой динамики (как это было в 1890—1910-е гг., затем 1920—1940-е гг., а также 1950—1970-е гг., а затем 1980-е гг. — первое десятилетие XXI в.). Прогнозируется повсеместный экономический подъем, 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.

Усиление роли государства в ближайшую декаду сменится через 8—10 лет новой волной либерализма, приватизации, дерегулирования, структурных реформ, высвобождающих рыночные силы.

На фоне подъема неизбежны локальные финансовые кризисы («рябь на поверхности длинной волны»). Произойдет 5—6 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 еще 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 подъема.

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.

### 1.7.2. Финансовая глубина: количественные ориентиры

Подтвердится закономерность роста финансовой глубины мировой экономики (financial deepening, financialization, financial development) по мере перехода все 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 ее насыщенность деньгами (рост монетизации), финансовыми инструментами и институтами. Продолжится секьюритизация, увеличится доля «высоких финансов».

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. Сценарий, в котором финансовая динамика этого периода экстраполируется без изменений в будущее, привел бы к огромному отрыву финансовых активов от реальной экономики. Фондовые кризисы 1997—1998 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 (экспонента — кризис — замедление динамики) будет широко воспроизводиться в последующие десятилетия. Прогноз финансовой глубины мировой экономики, основанный на этом сценарии, приведен в табл. 1.4.

#### *Прогнозы финансовой глубины:*

— индикатор «Глобальные финансовые активы / Мировой ВВП». В 1980—2007 гг. он увеличился с 103 до 351%; в 2008 г. провалился до 292%. По оценке, к 2020 г. этот индикатор вырастет до 370—410%, к 2035 гг. — до 580—690%;

— 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 оценочный уровень в 2020 г. — 150—170%; к 2035 гг. — до 310—370%;

— насыщенность рынка внебиржевыми деривативами («Внебиржевые деривативы / Мировой ВВП») составляла в 2000 г. 297%,



## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

Таблица 1.4. Динамика финансовой глубины мировой экономики

Показатель — в целом по миру, %	1980 г.	1990 г.	2000 г.	2002 г.	2007 г.	2008 г.	2020 г.	2025 г.	2035 г.
Банковские депозиты / ВВП	46	83	106	114	101	100	110—120	120—130	150—170
Ценные бумаги / ВВП	57	127	243	175	250	192	260—290	300—360	430—520
Итого глобальные финансовые активы / ВВП	103	210	349	289	351	292	370—410	420—490	580—690
Биржевые деривативы / ВВП	н/д	н/д	44	72	146	95	150—170	170—210	310—370
Внебиржевые деривативы / ВВП	н/д	н/д	297	427	1078	899	1100—1300	1300—1700	2000—2600

Источники: глобальные финансовые активы, банковские депозиты в целом по миру, суммарная капитализация рынков акций и долговых государственных, муниципальных и корпоративных ценных бумаг рассчитаны по данным: Mapping Global Capital Markets, McKinsey Global Institute Annual Reports 2006—2009, нарицательная стоимость биржевых и внебиржевых деривативов, по которым открыты позиции, — по BIS Quarterly Reviews 1995—2009, мировой ВВП в текущих ценах — по IMF Economic Outlook Database October 2009.

## 1.7. Финансовое будущее: основные тренды

в 2007 г. — 1078%, в 2008 г. — 899%. По оценке, в 2020 г. может достигнуть 1100—1300%<sup>1</sup>, к 2035 гг. — до 2000—2600%.

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.

### 1.7.3. Институционализация финансовых рынков

Как указывалось, глобальные тренды (п. 1.6):

— сохранение разрыва в финансовой глубине между развитыми и развивающимися экономиками;

— сокращение этого разрыва, опережающая динамика финансовой глубины развивающихся экономик.

Многолетний тренд нарастания финансовой глубины хорошо демонстрируется процессом институционализации (появления на финансовой карте мира) новых финансовых рынков, переходом части рынков из категории «развивающихся» в группу «развитых» (табл. 1.5).

Таблица 1.5. Нарастание секьюритизации в глобальных финансах

Капитализация рынка акций / ВВП, %	Количество рынков акций							
	1988		2000		2007		2012	
	Развитые	Развивающиеся	Развитые	Развивающиеся	Развитые	Развивающиеся	Развитые	Развивающиеся
0—10	1	19	—	25	—	10	3	13
> 10—30	9	4	2	27	—	16	8	25
> 30—50	4	2	4	10	2	19	7	12
> 50—70	2	2	5	7	5	5	6	11
> 70—100	3	—	4	2	5	6	4	4
> 100—130	3	—	2	2	7	12	5	4
> 130—150	—	—	2	—	4	1	1	—
> 150—200	—	—	5	—	4	4	1	2

<sup>1</sup> ВВП в текущих ценах. Расчет по: McKinsey Global Institute Reports 2006—2014, BIS Quarterly Reviews 1995—2014, IMF Economic Outlook Database April 2014.

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

Окончание табл. 1.5

Капитализация рынка акций / ВВП, %	Количество рынков акций							
	1988		2000		2007		2012	
	Развитые	Развивающиеся	Развитые	Развивающиеся	Развитые	Развивающиеся	Развитые	Развивающиеся
> 200	1	—	3	—	3	2	1	—
Всего	23	27	27	73	30	75	36	71

Источники: World Bank Country Database 1988—2012, Market capitalization of listed companies (% of GDP).

По данным Всемирного банка, в 1988 г. наблюдаемыми были 50 рынков акций, в том числе 23 развитых и 27 развивающихся рынков и рынков «на фронтире» (табл. 1.5). Это рынки, которые стали видимыми, с заметными объемами торгов, представительным числом эмитентов, устойчивой инфраструктурой рынка и сложившейся системой его регулирования.

В 2000 г. таких рынков было уже 100, в том числе больше 70% — развивающихся и рынков «на фронтире». В 2007 г. — 105 рынков, в 2012 г. — 107. В 1988 г. только 23 рынка относились к категории развитых, в 2007 г. — 36. В 1988 г. в мире были институционализированы 27 развивающихся рынков и рынков «на фронтире», в 2012 г. — 71.

Этот многолетний тренд институционализации новых рынков продолжится и в будущем (с замедляющейся скоростью). Подтвердится также тренд, в рамках которого все большее число финансовых рынков переходит в категорию зрелых, развитых.

**Развивающиеся экономики.** Произойдет переход 10—15 развивающихся экономик в категорию развитых. До 47—52 увеличится число развитых финансовых рынков (переходные экономики Европы, новые индустриальные экономики).

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 группы БРИКС.

Появятся 7—10 новых рынков на фронтире (африканские страны, исламские рынки). 10—15 современных рынков на фронтире

## 1.7. Финансовое будущее: основные тренды

перейдет в категорию развивающихся (постсоветское пространство, Восточная и Южная Азия, исламские рынки).

Либерализация экономик приведет к размораживанию или созданию с нуля 5—7 финансовых рынков («страны-изгои», «государства-банкроты», авторитарные государства Латинской Америки, постсоветского пространства).

### 1.7.4. Мировая резервная система: суть изменений

Мировая резервная система станет мультиполярной. Ее ядром 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. «Старые валюты» развитых стран будут использоваться как средство диверсификации и в качестве «тихой гавани» в моменты шоков. Усилится роль коллективных валют. Станут более заметными региональные резервные валюты, обслуживающие кластеры стран в рамках их международных интеграционных объединений. Не произойдет крушения доллара США или евро. Не возникнет мировая коллективная валюта. Золото продолжит свой путь превращений в обычный товар, утрачивающий монетарный оттенок.

Более детальный анализ трендов развития мировой резервной системы см. в п. 1.8.

### 1.7.5. Финансовая архитектура

**Рост доли развивающихся рынков в глобальных финансах.** В 1980 г. на развивающиеся экономики приходилось 24,8% мирового ВВП (в долл. США, в текущих ценах)<sup>1</sup>. На долю развивающейся Азии — 6,7%. Сегодня мир изменился. В 2014 г. уже 39,3% мирового ВВП создано в тех странах, которые нельзя назвать индустриальными. Почти 20% — в развивающейся Азии. В три раза больше, чем треть века назад. И это без учета азиатских «новых тигров», которые давно причислены к лику развитых стран.

Развивающиеся экономики формируют примерно 20% глобальных финансов, азиатские (Китай, Япония, «азиатские тигры» и другие) — не менее четверти<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> IMF World Economic Outlook Database October 2014.

<sup>2</sup> Оценка на основе: McKinsey Global Institute. Mapping Global Capital Markets 2011. P. 24.

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

На горизонте до 2030—2035 гг. можно ожидать, что доля развивающихся экономик составит до 30% глобальных финансов.

Азиатские экономики будут формировать не менее их трети.

**Мультиполярность, вырастающая из развивающихся рынков.** Усилятся глобализация финансовой сферы (табл. 1.6), по-прежнему будут сильны центристские тенденции в мировых финансах:

- интеграция рынков, консолидация финансовых и инфраструктурных институтов;
- развитие глобальных инвесторов и эмитентов;
- сверхконцентрация капитала, финансовых активов и потоков в узкой группе стран;
- центральная роль англосаксонской модели.

Они будут сочетаться с центробежными тенденциями:

- рост веса региональных финансовых центров (Азия, Латинская Америка);
- формирование мультиполярной, трехуровневой архитектуры глобальных финансов с 4—5 региональными кластерами на промежуточном уровне (группами стран относительно замкнутых экономически и финансово на самих себя);
- усиление роли моделей финансирования экономики, альтернативных англосаксонской, основанных на концентрированной собственности и высокой роли государства (континентальная, 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).

Таблица 1.6. Динамика процесса глобализации финансовой сферы, %

Показатель	1980 г.	1990 г.	2000 г.	2007 г.	2008 г.	2020 г.	2035 г.
Трансграничные потоки капитала / Мировой ВВП в текущих ценах	4,7	5,2	15,3	20,7	3,1	22—26	34—42
Накопленные прямые иностранные инвестиции (всего — мир) / Мировой ВВП в текущих ценах	6,0	8,5	18,0	28,3	24,5	30—35	40—45

Источники: рассчитано по: FDI Stat Database, UNCTAD, IMF World Economic Outlook Database, McKinsey Global Institute, 2006 — 2009 Capital Markets Annual Reports.

## 1.7. Финансовое будущее: основные тренды

**Усиление глобализации.** Тенденция к финансовой глобализации хорошо демонстрируется динамикой индикатора «Трансграничные потоки капитала / Мировой ВВП». В 1980 г. этот индикатор составлял 4,7%, в 2007 г. — 20,7%, в 2008 г. — 3,1%. Прогнозируется, что в 2020 г. он может достичь 22—26%, в 2035 г. — 34—42%.

Другой индикатор глобализации «Накопленные прямые иностранные инвестиции (всего мира) / Мировой ВВП» может вырасти от 6% в 1980 г., 28,3% в 2007 г., 24,5% в 2008 г. до 30—35% в 2020 г., 40—45% в 2035 г. (табл. 1.5)<sup>1</sup>.

Международные финансы будут расти опережающими темпами в сравнении с национальными. Вырастет значение трансграничных потоков капитала. Сократится число стран, проводящих политику финансового изоляционизма. Вновь проявит себя тенденция к ослаблению финансового протекционизма, заметная до 2008 г. Произойдет выход из режима защитных мер, принятых в разгар кризиса («мягкие» и «твердые» ограничения на счета капитала и конвертируемость валют, удержание на плаву национальных финансовых институтов, усложнения входа «посторонних» на рынок, денежный форсаж, занижения курсов валют). В большинстве стран увеличится доля нерезидентов в собственности, в структуре финансирования. До 2035 г. финансовые рынки будут в среднем более открыты, чем в 1980—2000-х гг.

В 2015—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 удержать на плаву растущий, все более сложный корабль глобальных финансов.

В трехуровневой архитектуре мировых финансов первый уровень составят отдельные страны, второй — группы стран (по регионам, как ЕС, АСЕАН, МЕРКОСУР, или по «интересам», как БРИКС), третий уровень — глобальный.

В центре глобальных финансов будет находиться, как и в 2010 г., англосаксонское ядро / модель финансирования, с международными финансовыми центрами в США и Великобритании, при концентрации значительного объема денежных потоков и ак-

<sup>1</sup> ВВП в текущих ценах. Расчет по: FDI Stat Database, UNCTAD, IMF World Economic Outlook Database, McKinsey Global Institute Reports 2006—2014.

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

тивов финансовых институтов в офшорах (табл. 1.7). Доля англо-саксонской модели в финансовом посредничестве несколько снизится (до 25—35% глобальных финансовых активов).

Таблица 1.7. Роль США в мировой финансовой системе, %

Показатель	1990 г.	2000 г.	2007 г.	2008 г.	2020 г.	2035 г.
Доля США в мировом ВВП в текущих ценах	25,3	31,0	25,5	25,2	20—25	15—20
Доля США в глобальных финансовых активах	36,0 (1993)	40,0 (1999)	31,1	30,8	25—35	20—30
Доля бирж США в мировом биржевом обороте по акциям	32,0	63,9	51,3	62,2	45—55	35—50
Доля рынка США в суммарной капитализации мировых рынков долговых ценных бумаг	46,6 (1993)	48,5	41,4	41,2	30—40	20—35
Доля бирж США на рынках биржевых деривативов	60,6 (1991)	57,2	52,7	51,5	45—55	35—50
Доля доллара США во внебиржевых процентных одновалютных деривативах	27,5 (1998)	30,0	33,0	33,7	25—35	15—30
Доля доллара США во внебиржевых валютных деривативах	87,8 (1998)	89,8	83,5	84,9	75—85	65—80
Доля доллара США в распределенных валютных резервах стран мира	59,0 (1995)	71,1	64,1	64,2	50—60	40—55

Источники: доли США рассчитаны по следующим показателям: мировой ВВП в текущих ценах, в долл. США — по IMF Economic Outlook Database October 2009; 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 выпус-

## 1.7. Финансовое будущее: основные тренды

ков) — по BIS Quarterly Reviews 1995—2009; нарицательная стоимость биржевых и внебиржевых деривативов, по которым открыты позиции, — по BIS Quarterly Reviews 1995—2009; распределенные валютные резервы мира — по IMF COFER 1995—2009.

Доля США в глобальных финансовых активах будет колебаться в пределах 25—30% (2000 г. — 40%, 2008 г. — 31%) (табл. 1.6). Доля бирж США в мировом биржевом обороте по акциям снизится до 35—50% (в 2000-х гг. — более 60%), на рынках биржевых деривативов — до 35—50% (в 2000-х гг. — более 50%). Доля доллара США в распределенных валютных резервах мира снизится до 40—55% (в 2000-х гг. — 65—70%).

Второе по значению ядро глобальных финансов возникнет в зоне евро (Германия, Франция, акцент на прямые инвестиции через Бенилюкс, 20—25% глобальных финансов), третий по значению — в Восточной Азии (Китай, Япония, Корея) и Юго-Восточной Азии (15—20% глобальных финансов). Региональные кластеры в финансах будут сформированы в 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 свое значение как крупная точка на финансовой карте мира, центр нечетко выраженных интеграционных процессов.

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, расчетно-клиринговых и депозитарных институтов, кастодианов (3—4 международных сети) создаст олигополию в инфраструктуре глобальных финансов. Продолжится конвергенция моделей финансирования экономики (market-based, bank-based, Asian model и др.).

Будут созданы 10—15 новых наднациональных органов финансового регулирования. Они будут действовать на глобальном уровне.

не и в регионах мира, унифицировать рынки, осуществлять мониторинг и урегулирование системных рисков.

Консолидация крупнейших институтов и органов регулирования не будет противоречить дроблению в продуктовых и сервисных сегментах рынка. Список топ-100 будет значительно обновлен за счет финансовых институтов — резидентов развивающихся стран. Увеличится доля частных торговых систем, специализированных платформ и сегментов рынков по интересам (социально ответственные, «зеленые», этические, исламские и т.п. финансы). Вырастет доля рынков прямых сделок, минуя финансовых посредников. Финансовые посредники и инфраструктурные институты продвинулись 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. Умножится число международных организаций финансового профиля, продолжится их регионализация.

В итоге будет изменена *финансовая модель мира*. В конце XX — начале XXI в. основные потоки денежных ресурсов аккумулировались и перераспределялись через ядро «США + Великобритания + офшоры».

К 2030 г. все большая часть денежных ресурсов будет концентрироваться и проходить через региональные кластеры («промежуточный уровень» трехуровневой финансовой архитектуры мира). Произойдет частичное замыкание на себя финансовых систем крупных регионов мира, основанное на интеграции их экономик и на росте в них внутреннего спроса.

Англосаксонская модель («США + Великобритания + офшоры») будет обслуживать крупнейших (финансовые посредники, эмитенты, потоки капитала). Через нее будет происходить перераспределение денежных ресурсов между региональными кластерами, а также финансирование экономик США и Великобритании.

Англосаксонская модель останется ключевой в мире в своих функциях 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).

Вырастет вес зон свободной торговли, общих рынков, валютных союзов как механизмов интеграции финансов внутри региональных кластеров и финансовых мостов между ними. Особое значение в качестве финансовых мостов приобретут зоны свободной торговли в трансатлантическом и транстихоокеанском пространствах.

*Ребалансирование экспорта-импорта капитала между развитыми экономиками и развивающимися рынками.* В начале XXI в. развитые экономики, прежде всего США, стали чистыми импортерами капитала, получаемого из экспортно-ориентированных развивающихся стран (сырьевых экономик и «мастерских мира»), оказавшихся глобальными кредиторами.

Эта ситуация может стать более сбалансированной по мере выравнивания торговых и платежных балансов или же измениться на обратную при падении цен на сырье и (или) реиндустриализации развитых стран. Финансовое оздоровление экономик (рост нормы сбережений, нормализация бюджета, сокращение долгового бремени) могут также помочь США и ряду других развитых экономик вернуться к роли чистых экспортеров капитала.

### *Изменение базовых концепций*

Эпоха сверхнизкого или даже отрицательного процента, последовавшая за кризисом 2007—2008 гг., может привести к пересмотру базовой концепции финансового посредничества, заключающейся в том, что «деньги других людей» (other people money) привлекают ради их выгоды, и этими деньгами управляют в целях сохранения и приращения капитала.

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

Еще одна распространенная 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.

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

Этот набор идей будет подвергаться эрозии. Вместо него за основу принимается концепция теневой банковской системы, в рамках которой жесткое, квазibanковское регулирование постепенно распространяется и на те сегменты финансового сектора, которые ранее не были прозрачны и слабо регулировались.

**Особенности развивающихся рынков.** На этих рынках во многом сохраняются «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 объективно мешали бы развиваться тем рынкам, которые находятся на ранних стадиях финансовой зрелости. Выше риски, меньше интерес владельцев капитала, больше регулятивное бремя.

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

### 1.7.6. 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 вперед.

150-летний тренд — переход глобального финансового регулирования от разрозненных элементов и простых форм ко все 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 все сложнее объект — мировая экономика. Отставание от роста объекта — неизбежные кризисы.

## 1.7. Финансовое будущее: основные тренды

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

Впереди — развитие мультиполярной, 3—4-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.

Более детальный анализ трендов в регулировании глобальных финансов см. в п. 1.8.

### 1.7.7. Воздействие изменений в технологиях и ресурсной базе

В 2010—2030 гг. продолжится тенденция масштабного, с ускоряющимися темпами, обновления технологий, лежащих в основе современной экономики.

Поэтому все большую долю в финансах будут приобретать венчурное финансирование, 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). Будет расти вклад финансов инноваций, как области повышенного риска, в волатильность глобальных финансов.

Не произойдет 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 в., ряд стран — держателей природных ресурсов будут формировать значимую часть своих финансов за счет сырьевого экспорта, капитала, накопленного от него, и инвестирования его за рубеж (экспорта капитала).

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

### 1.7.8. Секьюритизация, деривативы

Будет продолжен многолетний тренд опережающего роста массы деривативов в сравнении с размерами мировой экономики, периодически сбиваемый кризисами (табл. 1.8). Скорость опережения значительно замедлится в сравнении с 2000—2007 гг., из взрывной перейдет в нормализованную.

Таблица 1.8. Многолетний тренд роста массы деривативов

Показатель	Годы								
	1998	2000	2005	2007	2008 июнь	2008	2010	2012	2014 июнь
Нарицательная стоимость внебиржевых деривативов непогашенных, в целом по миру, %, июнь 2008 = 100	11,7	13,9	41,7	87,1	100	80,1	87,9	92,5	103,9
Нарицательная стоимость внебиржевых деривативов непогашенных, в целом по миру / Мировой ВВП, раз	2,6	2,9	6,1	10,5	x	8,8	9,3	8,7	9,0—9,1 (прогноз на 2014 г.)

Источник: рассчитано по: BIS Quarterly Review, Statistical Annex.

В 2008—2014 гг. была полностью восстановлена докризисная масса внебиржевых деривативов (табл. 1.8). Индикатор «Нарицательная стоимость внебиржевых деривативов непогашенных, в целом по миру / Мировой ВВП» не вернулся на «безопасные» уровни конца 1990-х гг. (табл. 1.8). В кризисном 2008 г. на «дне» он упал до величин 2006 — начала 2007 г., а затем стал медленно, с колебаниями вновь расти.

*Деривативы и секьюритизация активов* будут расти опережающими темпами в сравнении с увеличением финансовых активов. Расширится их доля в глобальных финансах. Почти три четверти

### 1.7. Финансовое будущее: основные тренды

глобальных финансовых активов будет состоять из ценных бумаг (табл. 1.4, 1.9).

Таблица 1.9. Сдвиги в структуре глобальных финансовых активов, вызванные секьюритизацией

Показатель — в целом по миру	Доля в глобальных финансовых активах, %							
	1980 г.	1990 г.	2000 г.	2007 г.	2008 г.	2020 г.	2025 г.	2035 г.
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

Источник: 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.

**Опережающий рост рынков ценных бумаг.** Процесс нарастания секьюритизации, прежде всего за счет развивающихся рынков, хорошо демонстрируется данными табл. 1.5 (см. выше). Многолетняя тенденция — быстрый рост числа «наблюдаемых», институционализированных финансовых рынков; нарастание — из года в год — все большей их финансовой глубины (по индикатору «Капитализация рынка акций / ВВП»).

Особенно ярко этот процесс проявлялся в конце 1980-х гг. — первой половине 2008 г. Число наблюдаемых рынков выросло в 1988—2012 гг. с 50 до 107, в том числе развитых — с 23 до 36, развивающихся — с 27 до 71.

Глобальный кризис «сбил» секьюритизацию. Индикатор «Капитализация рынка акций / ВВП» упал в глобальных финансах в 2—3 раза, но при этом секьюритизация не вернулась на сверхнизкие уровни 1988 г. (табл. 1.5).

Например, капитализация развитых рынков была выше 50% ВВП в 1988 г. у 40% рынков, в 2007 г. — у больше чем 90%, в 2012 г. — у 50%. Данный индикатор был выше 100% ВВП в 1988 г. у 17% развитых рынков, в 2007 г. — у 60%, в 2012 г. — у 22%.

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

Капитализация развивающихся рынков была ниже 10% ВВП в 1988 г. у 70% рынков, в 2007 г. — у 13% рынков, в 2012 г. — у 18% рынков. Данный индикатор был ниже 30% ВВП в 1988 г. у 85% развивающихся рынков, в 2007 г. — у 35% рынков, в 2012 г. — у 53% рынков.

Конечные результаты (2012 г.) выше уровней 1988 г.

В 2013—2014 гг. продолжался повсеместный рост капитализации рынков акций как одного из индикаторов секьюритизации и финансовой глубины.

Все бóльшая секьюритизация прав на активы и ресурсы. Будут секьюритизироваться, превращаться в финансовые активы права доступа к ресурсам (сырье, энергия, земля, чистая вода, воздух, рекреация, биомасса, информация). Пример — рынки квот на выбросы парниковых газов, энергетические биржи.

Цены на сырье и другие ресурсы будут во все большей мере формироваться на финансовых рынках (превращение товарных рынков в финансовые). Фундаментальные факторы реальной экономики будут действовать больше «на хвостах» или в своих экстремальных значениях (революции в технологиях, политические и военные конфликты).

Усилится 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).

Доля развивающихся рынков в процессах секьюритизации (деривативов, структурированных продуктов). Прогнозируется, что эта доля будет нарастать многие годы в меру опережающего роста финансовой глубины и оцененности этих рынков вслед за увеличением их доли в глобальной экономике.

### 1.7.9. Секторная динамика глобальных финансов

Секторную динамику глобальных финансов определяют многолетние тенденции в структуре мирового ВВП (табл. 1.10): сокращение доли расходов домохозяйств в структуре ВВП (сжатие доли частных финансов); относительное расширение расходов правительства (укрепление роли государственных финансов); нестабильный рост доли накопления; постоянное увеличение доли экспорта-импорта товаров и услуг в мировом ВВП (ускоренный рост междуна-

## 1.7. Финансовое будущее: основные тренды

родных финансов, трансграничных потоков торгового и финансового капитала).

Таблица 1.10. Структура мирового ВВП

Год	Расходы домохозяйств / ВВП, %	Расходы правительства / ВВП, %	Накопление основного капитала и запасов / ВВП, %	Экспорт товаров и услуг / ВВП, %	Импорт товаров и услуг / ВВП, %
1986	62,6	15,9	21,5	17,2	17,1
1990	61,2	15,6	22,7	19,7	19,4
2000	61,2	16,1	22,4	22,9	22,8
2007	58,4	17,5	23,4	29,8	29,8
2008	58,2	18,0	23,3	30,3	30,5
2020	55—58	19—20	23—25	33—38	33—38
2035	51—55	21—23	24—26	42—45	42—45

Источники: рассчитано по IMF International Financial Statistics.

Укрепление роли государственных финансов, увеличение доли вновь созданной стоимости, перераспределяемой через бюджет, наращивание налогов и квази налогов, государственного долга по отношению к ВВП — 200-летний тренд. Хорошо заметен с середины XIX в. Этот тренд будет продолжаться (табл. 1.11).

Таблица 1.11. Рост налогового бремени в глобальной экономике

Год	Доходы общего правительства / ВВП, %				
	Развитые экономики		Развивающиеся экономики		
	Всего	В том числе еврозона	Всего	В том числе	
Развивающаяся Азия				Развивающаяся Европа	
1991	х	40,0	х	15,0 (1994)	х
2000	35,6 (2001)	45,1	23,1	15,2	34,8 (2002)



Окончание табл. 1.11

Год	Доходы общего правительства / ВВП, %				
	Развитые экономики		Развивающиеся экономики		
	Всего	В том числе еврозона	Всего	В том числе	
				Развивающаяся Азия	Развивающаяся Европа
2007	36,7	44,5	27,8	19,5	36,4
2008	36,2	44,2	29,6	21,8	36,3
2013	36,4	46,5	29,2	25,6	37,6
2020	36,0—37,0	46,0—47,0	30,0—32,0	26,0—27,0	38,0—39,0
2035	37,0—38,0	47,0—48,0	35,0—37,0	30,0—33,0	41,0—44,0

Источники: рассчитано по IMF World Economic Outlook Database.

Причины — рост роли государства и расширение его функций по мере усложнения экономик. Экономике как системы быстро растут, диверсифицируются, проходят через технические и информационные революции. В них нарастают риски и неопределенность. Все это требует постоянного усложнения (роста, диверсификации) систем управления. Это усложнение обеспечивается, прежде всего государством, даже если это, в общем-то, никому не нравится и оказывается неэффективным.

Сохранится разрыв, пусть и сокращающийся, в налоговом бремени между индустриальными и развивающимися экономиками (табл. 1.11).

*Продолжатся тенденции:* роста доли финансовых услуг в мировом ВВП (от 5—6% в 2000-х гг. (ОЭСР) к 6—7% в 2010-х гг., 7—8% в 2020-х гг., к 8—9% в 2030-х гг., для России — на 1—2 п. п. ниже)<sup>1</sup>; опережающего роста финансовых активов (прежде всего деривативов и секьюритизированных активов, капитализации рынков акций и долговых ценных бумаг) в сравнении с реальными; ускоренного роста международных финансовых рынков по отношению к национальным; опережающей динамики иностранных инвестиций (как

<sup>1</sup> В 2000 г. доля финансовых услуг по 17 развитым странам и России (около 60% мирового ВВП) составляла 6,2%, в 2005 г. — 6,6% (ОЭСР, Росстат).

прямых, так и портфельных) по отношению к мировому ВВП; снижения доли коммерческих банков в структуре финансовых активов<sup>1</sup>; роста доли «теневое банковского сектора» — брокеров — дилеров (инвестиционных банков) и институциональных инвесторов (инвестиционных фондов, фондов частного капитала и других пулов активов, страховых компаний, пенсионных фондов, эндаументов и т.п.); падения доли центральных банков в глобальных финансовых активах и по отношению к активам коммерческих банков<sup>2</sup>; «дисинтермедиации» (увеличения доли финансовых операций, осуществляемых, минуя финансовых посредников).

Старение населения увеличит роль добровольного пенсионного обеспечения и частных пенсионных систем. Будет расти рыночная ниша продуктов для среднего класса (его доля в мировом населении увеличится), а внутри нее — для старших возрастов; опережающей будет динамика рынков розничных финансовых продуктов в развивающихся экономиках. Нарастающая урбанизация может привести к сокращению доли неформальных финансов.

При сохранении англосаксонской модели как основной платформы глобальных финансов резко возрастет диверсификация финансовых продуктов («приложений» к платформе), рассчитанная на интересы множественных групп населения (этические финансы, религиозные финансы, гендерные финансы, зеленые финансы и т.п.).

Будут продолжаться многолетние тенденции, связанные с дематериализацией денег: сокращение доли наличных денег в денежной массе (индикатор «Наличные деньги в обращении к денежной базе» упал в мире с 40% в 1980 г. до 30% в 2007 г.)<sup>3</sup>; уменьшение мировых официальных запасов золота, играющих монетарную функцию (с 1948 по 1965 г. (исторический максимум) указанные запасы увеличились на 21,5% с тем, чтобы снизиться к 2009 г. на 22,5% от максимума)<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> В США доля коммерческих банков в финансовых активах снизилась с 80—90% в конце XIX в. до 22,5% в 2007 г. (U. S. Census Bureau). Это общемировая тенденция финансового развития.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Ibid. P. 6.

<sup>4</sup> World Gold Council. Gold Reserves Historical Statistics, 1948—2008.

Огосударствление финансовых систем в 2007—2009 гг. сменится стратегиями выхода государств из финансовых активов в 2010—2020-х гг., дерегулированием, новой либерализацией и сжатием государственных участков в финансовых активах в 2020-х гг. Состояние государственных финансов индустриальных стран станет однороднее и здоровее, чем в начале XXI в.

Снизятся доли центральных банков в финансовых активах (в сравнении с 2010-ми гг.). Выше будут уровни сбережений и инвестиций в макроэкономике развитых стран. «Новые индустриальные» страны снизят темпы экономического роста, увеличат внутреннее потребление (при падении уровня сбережений), осуществят финансовые реформы, направленные на урегулирование системных рисков и сокращение объемов проблемных активов, возникших в период ускоренного роста (пример — Япония последней четверти XX в.). 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.

Снизится доля непрозрачного внебиржевого оборота и офшоров. Рост доступности финансовых операций, вовлечение в оборот новых рынков и активов на фронтире в развивающемся мире приведет к опережающему развитию микрофинансов, относительноному вытеснению неформальных финансов (*informal finance*). Опережающими темпами будут развиваться «теневая банковская система», сегменты венчурных инвестиций, компаний малой и средней капитализации, рынок корпоративного контроля.

### 1.7.10. Будущая динамика рисков

#### *Рост финансовых рисков*

Финансовое развитие будет совмещено с ростом всех видов финансовых рисков. Ни один из них (рыночный, кредитный, ликвидности, процентный, операционный и др.) не будет иметь снижающейся траектории. Причины: цикличность (средне- и долгосрочная), взрывное накопление инноваций и информационный бум, продолжающиеся 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, которую все

сложнее удержать в равновесии; неравномерность и высокая волатильность в развитии стран и регионов, генерирующая высокие риски.

Опережающая динамика новых индустриальных и развивающихся экономик в сравнении с индустриальными странами приведет к увеличению вклада в мировые финансы, вносимого национальными финансовыми системами, отличающимися быстрым ростом, разбалансированностью и деформациями (избыточный уровень рисков, волатильности, доходности финансовых активов, инфляции, обремененность долгами, проблемность активов, зависимость от нерезидентов и т.п.).

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, опережающим развитием деривативов. Глобальные финансы, как и раньше, будут насыщаться финансовыми инновациями (англосаксонская модель сохранит свою ведущую роль), способными при интенсивном росте привести к их разбалансировке. Финансовые активы будут стремиться расти по экспоненте, превращаться в «мыльные пузыри». Финансовое регулирование будет отставать от роста и инноваций на финансовых рынках.

В рост рисков внесет свой вклад старение населения, придающее особую неустойчивость финансовым системам. Будет продолжено накопление рисков в публичных финансах (дефицитные бюджеты, долги правительств), связанное с расширением социальных обязательств государств, как это было в XIX — начале XXI в. Неизбежен рост рисков в связи со «взламыванием» национальных границ финансов в непрозрачных информационных сетях, усилением в них роли частных денег, теневых финансовых институтов и финансовых рынков.

Особый вклад в сверхконцентрации рисков будет вносить усиление секьюритизации, все большее доминирование финансовых, сверхволатильных (с крайне неустойчивыми ценами) рынков прав на реальные активы над рынками, на которых торгуются сами эти активы. И, наконец, свой вклад в рост рисков внесет будущее фи-

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

нансовое дерегулирование, как реакция на перерегулирование 2010-х — начала 2020-х гг.

Как следствие, до 2035 г. будет нарастать системный риск. Многократно будут реализованы почти мгновенные цепные реакции этого риска и финансовые инфекции, приводящие к трансграничным шокам и кризисам реального сектора.

### Факторы, ослабляющие риски

Но будут заметны и тенденции, способные «обуздать» волатильность. Значимая часть финансовых рынков перейдет в более зрелое состояние, увеличится финансовая глубина мировой экономики. Мультиполярная резервная система, региональные кластеры, многоуровневая архитектура регулирования должны способствовать большей стабильности глобальных финансов. Будет развито макропруденциальное регулирование на национальном и международном уровнях. Как следствие, «глушение» волатильности, «обрезание» сверхвысоких значений рисков, доходности, инфляции.

### Сценарии динамики рисков

Как следствие, в будущем будет реализован один из двух сценариев. *Первый* (с большей вероятностью) — глобализация, рост качества и объемов управления финансовыми рисками на макро- и микроуровнях. На этой основе — «догоняющее» урегулирование всех видов рисков в глобальных финансах на основе взвешенной экономической и финансовой политики на макроуровне, всестороннего макропруденциального надзора, развития институциональной структуры финансовых систем, которая бы противодействовала накоплению рисков и смягчала цикличность и разрывы в финансовом развитии. Этот сценарий не исключает множественных кризисов.

Результирующий вектор, скорее, нейтральный. Или даже 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 такой же сейсмически активной, нестабильной зоной, как и в 1980—2010-х гг. Наряду со смягчением циклических движений глобальных финансов и расширением «островов стабильности» со-

## 1.8. Изменения мировой резервной системы

хранится — в логике длинных циклов — значимая вероятность мирового кризиса в 30—40-х гг. XXI в.

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

*Второй сценарий* (менее вероятный) — повышенная сейсмика с неопределенными последствиями. Сверхконцентрация рисков в глобальных финансах, переходящая границы их жизнеспособности. Все новые, повторяющиеся фазы событий, истолковываемых как «черные 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.

## 1.8. Изменения мировой резервной системы

### 1.8.1. Ключевые тренды

*Есть ли место для единой резервной валюты?* Еще 100 лет назад 80% международных расчетов осуществлялись в фунтах стерлингов. В третьей четверти XIX в. 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.

Валютные системы инерционны, 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). Жизнеспособность той или иной валюты полностью определяется силой экономик, которыми они порождены. Поэтому мировая резервная валюта (идея активно обсуждалась в период кризиса 2008—2009 гг.)<sup>1</sup> не будет создана даже в течение нескольких десятилетий.

<sup>1</sup> См., например: World Economic Situation and Prospects. 2009. UNCTAD. 2009. P. 33.

Вспышка в обсуждении этих идей — следствие кризиса 2008—2009 гг. Дискуссии пока не имеют практического значения. Уровень интеграции мировой экономики и финансов не позволяют пока ставить эти задачи, хотя любая идея, как показывает финансовая история, имеет право на существование, и рано или поздно может сложиться ситуация, когда она станет исполнимой. Глобальный резервный банк (Global Reserve Bank) как эмитент мировой валюты (идея активно обсуждалась в начале 2009 г.) — притягательная, но пока не реальная идея. Так же не исполнима, как мировое правительство. МВФ и эксперимент с СДР (Special Drawing Rights, SDR рассматривались как «зародыш» будущей мировой резервной валюты) еще раз показали, как идеальные чертежи, мечты и образы сталкиваются с непримиримыми конфликтами интересов, с эгоизмом и диктатом государств, превращаясь в минималистские конструкции. Государства не готовы поступиться своими правами во внутренней экономической и финансовой политике. Еще в течение неопределенного времени не будут готовы передать их глобальному квазицентральному банку. А без этого мировая резервная валюта невозможна.

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

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

Сценарий марш-броска к мировой резервной валюте нереалистичен. Он неизбежно вызовет масштабные потрясения в глобальных финансах. Доля доллара в расчетах на мировом валютном рынке — 85% (2011)<sup>1</sup>, в накопленной массе международных долговых бумаг — 55% (евро — 25%) (2013)<sup>2</sup>, трансграничных ссуд — больше 55% (евро — 18—19%) (2013),<sup>3</sup> международных депозитов — 58—59% (евро — 19—20%)<sup>4</sup>, во внебиржевых валютных деривативах — больше 44% (евро — 18%)<sup>5</sup>, во внебиржевых процентных де-

<sup>1</sup> *Goldberg L.* Does It Matter if This Changes? / Federal Reserve Bank of New York. Staff Reports. No 552. October 2011.

<sup>2</sup> The International Role of Euro / European Central Bank, July 2014. P. 64.

<sup>3</sup> Ibid. P. 75.

<sup>4</sup> Ibid. P. 76.

<sup>5</sup> По нарицательной стоимости. BIS, OTC Foreign Exchange Statistics, 2014.

ривативах — 30% (евро — больше 40%)<sup>1</sup>, в международных расчетах за товары в Европейском союзе — 30—40%, в Азии — 50—90%<sup>2</sup>, в валютных резервах — чуть больше 60% (евро — примерно 25%) (МВФ, 2013—2014 гг.) и т.д. США — нервный узел экспорта частного капитала, мировой расчетный центр.

Какой же сценарий наиболее вероятен в изменении мировой резервной системы?

Во-первых, эволюция, а не революция.

Во-вторых, мультивалютная резервная система. 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. 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. 150 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 вытеснен долларом. Глобализация уничтожила мелкие валютные зоны. Пример — зона франка. Наконец, всей мощности экономики США стало не хватать для того, чтобы доллар как резервная валюта был адекватен реальному базису мировой торговли и финансов. Вновь настало время мультиполярности, двухуровневой архитектуры (мировые и региональные резервные валюты).

С 2010-х гг. началась и будет продолжаться «борьба» доллара США за удержание своего резервного статуса и рост доли в глобальных финансах. Эта доля сократилась в пользу евро в период ослабления доллара в 2001 — первой половине 2008 г. Доллар вошел в свое третье, с начала 1970-х гг., длинное циклическое укрепление курса, затем длинный спад, как это было в прошлом (15—17-летние

<sup>1</sup> По нарицательной стоимости. BIS, OTC Foreign Exchange Statistics, 2014.

<sup>2</sup> *Goldberg L., Tille C.* The International Role of the Dollar and Trade Balance Adjustment. NBER Working Papers Series, Working Paper 12495, August 2006; *Goldberg L., Tille C.* Vehicle Currency Use in International Trade. Journal of International Economics. 2008. No 76. P. 177—192; *Goldberg L.* Does It Matter if This Changes? / Federal Reserve Bank of New York. Staff Reports. No 552. October 2011.

циклы в 1970-х — первой декаде 2000-х гг., понижающийся склон — 2001—2009 гг.) (рис. 1.2). 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.

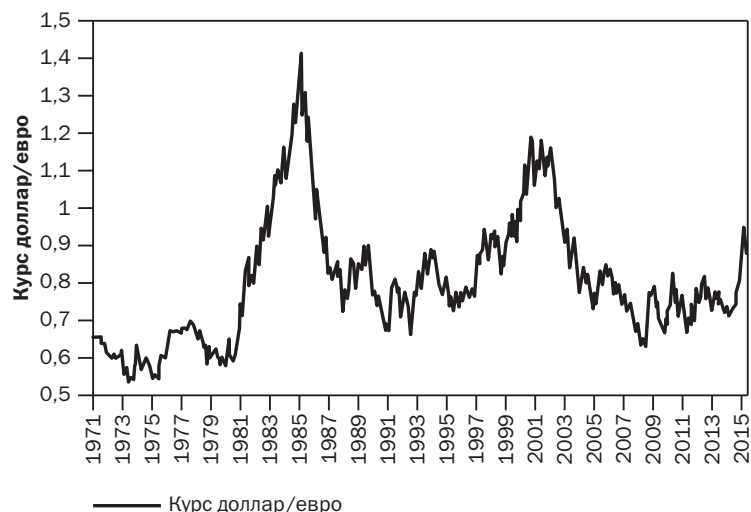


Рис. 1.2. Длинные циклы курса доллара США в валютной паре «доллар — евро»

Источник: Datastream Navigator Thomson Reuters (Евро/доллар — тикер «USEURSP», на графике — обратная величина, реконструированный ряд).

Причины цикличности доллара (по оценке) — длинные бизнес-циклы экономики; связанные с ними изменения нормы инвестиций, денежно-кредитной и процентной политики; на этой основе — изменения дифференциала долгосрочных процентных ставок в ключевой паре «доллар — евро»<sup>1</sup>. Цикличность доллара доказывается на фундаментальном уровне<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> До введения евро — «доллар — немецкая марка», «доллар — корзина европейских валют».

<sup>2</sup> 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. Washington: Institute for International Economics, 2003. P. 36—56; Офманис Я. Цикл изменения курса евро — доллар // Мировая экономика и международные отношения, 2005. № 9. С. 102—107.

Конструкция мировой резервной системы, хотя и будет основываться на сегодняшней, претерпит чувствительные изменения<sup>1</sup>.

Мировая резервная система станет *мультиполярной*. Мировая коллективная резервная валюта (СДР или на иной базе) создана не будет.

Доллар США сохранит свой статус в качестве мировой резервной валюты, имеющей наибольшую долю в глобальных финансах (до 45—50%, сейчас — более 60%). Впереди его долгосрочное циклическое укрепление; предсказания краха доллара — просто спекуляции.

Наряду с долларом де-факто резервной валютой стал евро. Он останется резервной валютой номер два. Его доля может достичь 25—30% (сейчас 20—25%). К зоне евро присоединится до 5—10 стран «периферии» Европы. Шансы евро в Великобритании низки.

В течение 10—20 лет появится третья резервная валюта (коллективная валюта, основанная на резервном пуле азиатских стран, или юань (в меру рыночности Китая), или иена, вернувшаяся к своей роли 1970-х гг.). Ее ниша в глобальных финансах — 10—15%.

Рыночная ниша британского фунта стерлингов и швейцарского франка составит не более 3—4%.

Число валют в мире станет меньше. Старые валюты развитых стран сохраняют свое значение в качестве «гаваней» для финансовой диверсификации. Появятся региональные «резервные» валюты (до 5% в глобальном обороте, на постсоветском пространстве есть шансы у рубля), несколько новых коллективных валют (арабский мир, Латинская Америка, Африка), как «резервные» в регионах (в составе международных резервов стран, находящихся в регионе). Роль коллективных валют повысится.

Увеличится доля стран с полностью открытыми счетами капитала и валютными режимами, основанными на обратимости без ограничений валют и свободном плавании их курсов.

Продолжатся многолетние тенденции, связанные с дематериализацией денег: 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.); увеличение роли электронных (цифровых) денег.

<sup>1</sup> Детальное обоснование см.: Миркин Я. М. Финансовый конструктивизм. М.: Лингва-Ф, 2014.

Все большее значение в финансовом обороте будут иметь частные деньги (прежде всего, в электронной форме (пример — биткойны). Государства частично утратят монополию на эмиссию денег. Небольшую, но устойчиво расширяющуюся нишу займут корпоративные деньги, региональные (городские и т.п.) деньги, деньги коммуникационных сообществ, деньги локальных систем обмена товарами и услугами.

Продолжится вытеснение золота в ряд обычных металлов, не имеющих якорной связи с деньгами и их ценностным покрытием. Размеры и сложность глобальных финансов переросли «физическую» способность золота, ограниченного по объему, выполнять монетарные функции. Валюты, основанные на золоте, создаваться не будут. Сохранится тенденция уменьшения мировых официальных запасов золота в составе международных резервов правительств и центральных банков (в 1948—1965 гг. эти запасы выросли на 21,5% (исторический пик), затем снизились к 2009 г. на 22,5%)<sup>1</sup>.

### 1.8.2. «Коллективизация валют»

Усиление интеграции экономик, укрупнение объектов регулирования в глобальных финансах (см. п 1.1 и 1.8.1) ведут из мира частных валют к их «коллективизации» (механизмы согласованного движения курсов валют, валютные зоны, валютные советы и, наконец, коллективные валюты).

Финансовая история содержит множество следов валютных блоков по мере того, как страны пытались интегрироваться, а затем их союзы распадались. *Современные вкрапления коллективных валют* (помимо евро) существуют десятилетия: зона франка (15 стран Африки)<sup>2</sup>, зона фунта стерлингов (Великобритания + 17 заморских территорий и коронных владений), зона восточнокарибского доллара (8 юрисдикций)<sup>3</sup>; зона южноафриканского рэнда (3 юрисдик-

<sup>1</sup> World Gold Council, Gold Reserves Historical Statistics, 1948—2008.

<sup>2</sup> Западноафриканский экономический и валютный союз, 8 стран (West African Economic and Monetary Union) (WAEMU) (1994 г.); Экономическое сообщество стран Центральной Африки (Central African Economic and Monetary Community (CEMAC) (1994 г.), Валютный союз Центральной Африки (Central African Monetary Union (CAMU). Банк Франции является эмиссионным институтом. 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).

<sup>3</sup> Восточнокарибский валютный союз (Eastern Caribbean Currency Union) (1965 г.). В зоне создан общий центральный банк (Eastern Caribbean Central Bank).

ции)<sup>1</sup>. Азиатский клиринговый союз (9 стран)<sup>2</sup> использует для платежей *расчетные денежные единицы АМУ* (Asian Monetary Unit), равные доллару США и евро.

Вместе с тем движение к тому, чтобы *валютными зонами и региональными коллективными валютами стала охватываться вся карта мировых финансов* — новация, связанная с глобализацией 1970—2000-х гг.

*Реализуемые проекты* региональных валют:

— южноамериканская валюта — *сукре* (sucra)<sup>3</sup>, используется в клиринге и безналичных платежах стран АЛБА<sup>4</sup> (8 стран);

— *эко* («есо» — валюта в рамках Западноафриканского валютной зоны (6 стран)<sup>5</sup>, планируется ввести с 2015 г.); *восточноафриканский шиллинг* (единая валюта Восточноафриканского валютного союза<sup>6</sup>, Восточноафриканское сообщество, 5 стран);

— *халидэжи* (khaleeji) (валюта стран — членов Совета сотрудничества арабских государств Персидского залива в рамках Валютного союза Залива)<sup>7</sup> (3 страны из его состава), введение в обращение — 2015 г.

Обсуждаемые концепции для ближайших десятилетий:

— *азиатская валютная единица* (AMU) в рамках Азиатского валютного союза (AMU<sup>8</sup>; другие варианты — Восточноазиатский

<sup>1</sup> Единая валютная зона (Common Monetary Area (CMA) (1974 г.). См.: *Grandes M. Macroeconomic Convergence in Southern Africa: The Rand Zone Experience*. — OECD Development Centre, Working Paper No. 231, December 2003.

<sup>2</sup> Asian Clearing Union (1974) (страны Южной Азии, механизм клиринга и взаимных расчетов), аналог Европейского платежного союза (European Payments Union), существовавшего в 1950-е гг.

<sup>3</sup> 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)). Используется как международная расчетная единица для клиринга и расчетов между странами — членами ALBA.

<sup>4</sup> Bolivarian Alliance for the People of Our America.

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> East African Monetary Union (EAMU). Находится в стадии переговоров (2011—2015 гг.).

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> Asian Monetary Unit (AMU), искусственная денежная единица, калькулируется из корзины 13 валют стран, участвующих в Инициативе Чангмай (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.

валютный союз<sup>1</sup>, общая валюта стран Южной Азии<sup>2</sup>, Австралийский монетарный союз<sup>3</sup>; коллективная валюта Австралии и Новой Зеландии (доллар ANZAK)<sup>4</sup>;

— Североамериканский валютный союз (валюта — *амеро* (amero))<sup>5</sup>; *гаучо* (gaucho)<sup>6</sup> как коллективная валюта стран МЕРКОСУР (6 стран);

— *афро* (afro) (в рамках Африканского валютного союза, планируется в конце 2020-х гг.)<sup>7</sup>.

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

Кризис 2007—2009 гг. вновь вызвал дискуссию о создании мировой валюты на базе СДР или новой денежной единицы (*банкор* (bankor)), о формировании глобальной резервной системы<sup>8</sup>.

Этим дискуссиям суждено продолжаться и впредь по мере развития глобализации, при новых всплесках финансовых кризисов. Время перехода в практическую плоскость — 50—100 лет.

<sup>1</sup> Многочисленные дискуссии, см. например: *Lee Jong-Waa, Barro Robert J.* East Asian Currency Union / Korea University, Harvard University, October 2006.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> См.: *Coleman A.* Three Perspectives on an Australasian Monetary Union / Reserve Bank of Australia, 2001.

<sup>4</sup> *Grimes A., Bowden Roger J., Holmes Frank W.* An ANZAC Dollar? Currency Union and Business Development / Wellington: Institute of Policy Studies, 2000.

<sup>5</sup> См.: *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; *Christ M.* Perspectives on a Potential North American Monetary Union / Federal Reserve Bank of Atlanta. Economic Review. Fourth Quarter 2000.

<sup>6</sup> Введение коллективной валюты предусмотрено протоколом, подписанным Бразилией и Аргентиной в 1987 г. См.: *Kronberger R.* Do the MERCOSUR Countries Form an Optimal Currency Area? Ph.D. Dissertation / Leopold-Franzens-Universität Innsbruck, May 2001.

<sup>7</sup> African Monetary Union (планируется создание в конце 2020-х гг. вместе с Африканским центральным банком), проект Африканского Союза (African Union, 54 государства).

<sup>8</sup> 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.

### 1.9. Финансиализация активов

С начала 2000-х гг. произошло усиление волатильности мировых цен на нефть, газ, металлы. В то же время очень значимой стала зависимость между мировой ценой на нефть и динамикой промышленного производства в России (это сторона реальной экономики) и между ценой на нефть и динамикой курсов акций на российском фондовом рынке, доходами бюджета за длительный период (это сторона финансов).

Высока корреляция российской макроэкономики — через нефть — с мировыми ценами на газ (эти цены связаны). На длительных отрезках времени однородны движения цен на нефть, металлов (даже золота), фондовых индексов, промышленного производства.

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

Последнее справедливо. Рынки биржевых товарных деривативов становятся заметны с 1980-х гг. По мере роста их объемов действие обычных фундаментальных факторов начинает отступать, хотя, конечно же, они продолжают оказывать масштабное влияние. Даже нефтяной, полномостный в ценах картель — ОПЕК — год за годом все меньше, хотя и по-прежнему значительно, влияет на цены на нефть.

#### Финансиализация сырья

На переломе 2000-х гг. сырьевые товары, связанные с однородным сырьем (нефть, металлы, зерно), становятся финансовыми. Центр ценообразования перемещается на рынки товарных деривативов на биржах Нью-Йорка, Чикаго, Лондона, зерновых биржах США. Происходят серьезные 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 англосаксонской финансовой модели. Если в 1970-е и в начале 1980-х гг. было немыслимо, чтобы активы крупного эндаумента были вложены в товары, то сегодня это является нормой. Например, для Гарвард-

ского университета: 10—15% активов эндаумента — это вложения в товары.

В этот период резко растет спекулятивная составляющая рынка (против обычных хеджеров). Создаются индексы товарных цен (по аналогии с фондовыми индексами), в том числе композитные индексы, и формируются индексные портфели под финансовые инвестиции в сырье. Происходит секьюритизация мышления участников товарного рынка и, соответственно, срочных контрактов с товарным основанием, когда индексные портфели товарных деривативов начали 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), Dow Jones-UBS Commodity Index.

Как поддерживается стабильность портфеля, поскольку товарные фьючерсные контракты короткие (месяц, три месяца)? Она формируется на основе периодического обновления, постоянного рефинансирования этого портфеля путем замещения одних товарных контрактов подобными, но со «следующими сроками». Таким образом, получается устойчивая финансовая структура.

В 1998 г. на рынке преобладают еще реальные хеджеры, т.е. те, кто реально связан с энергодобычей, те, кто занимается реальным хеджированием рисков. Есть очень небольшая доля традиционных спекулянтов, стоящих на рынке против хеджеров.

В 2008 г., через десять лет — резкое сужение доли реальных хеджеров и очень значительное расширение участия так называемых индексных спекулянтов. Индексные спекулянты — это игроки, для которых товары являются исключительно финансовым инструментом, осуществляющие длинные инвестиции и спекуляции по товарному индексу.

### **Связь цен на сырье с курсом доллара США**

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 расчеты за них (нефть, газ, металлы, продовольствие).

Количественный анализ доказывает теснейшую связь цен на сырье 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 сырье и курса доллара США. Ее можно хорошо проследить на «длинных» графиках или обнаружить при вычислении того, насколько коррелируют друг с другом долговременные серии цен. Движение курса доллара США очень хорошо увязывается с нефтью, укладывается на динамику цен на металлы, в том числе на никель или золото. Еще один пример — взаимодействие с другим, уже с полностью финансовым активом — с ценами на акции: длинная связь цен за почти десятилетний период и более короткие, согласованные динамики на двух-трехлетних периодах.

Конечно, в этой связи наступали серьезные расхождения, вызванные фундаментальными факторами нефинансового характера. Возникали скачки цен на нефть, 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. Разрыв совместной динамики доллара и товарных цен случился в период надувания «мыльного пузыря» на рынке акций в 2012—2013 гг. (пузырь еще существует). Но, тем не менее, общая динамика указывает на серьезное совпадение цен на нефть и другое сырье и курса доллара.

Понятен причинно-следственный механизм. Обычно когда слабеет доллар как мировая валюта, то мировые цены на нефть, другое сырье, акции растут. Продавцы нефти (измерение цен и расчеты 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 расчеты, дешевеет по отношению к доллару и евро и внутренние рублевые цены начинают расти.

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

Почему доллар США? Многополярная валютная система, в которой значительную долю могут занять другие резервные валюты, пока не сложилась. На США по-прежнему приходится очень значительная доля мирового ВВП (больше 20% мирового ВВП), в



структуре глобальных финансовых активов доля США значительно больше (более 30%). Доллар США занимает нишу примерно в 60—65% (евро — 20—25%). И в будущем, на одно-два десятилетия вперед, если в мире будет складываться более диверсифицированная валютная система, сохранится устойчивое твердое, пока центральное, место доллара США в глобальных финансах.

#### **Судьба «обычных» фундаментальных факторов, влияющих на цены на сырье**

А что же привычные фундаментальные факторы (запасов, производства, спроса, технологий, геополитики)?

Они, безусловно, проявляются, но утратили часть своего влияния на процесс текущего ценообразования. Они в большей мере действуют на больших отклонениях, когда приобретают экстремальное значение, и здесь произошла своеобразная рокировка между привычными и «финансовыми» фундаментальными факторами. Если до начала 2000-х гг. именно финансовые факторы, прежде всего курс доллара США, наглядно действовали только тогда, когда принимали свои экстремальные значения, то в последние 10—15 лет фундаментальные факторы, относящиеся к реальному сектору, приобрели свойство воздействовать на цену нефти прежде всего тогда, когда они достигают экстремумов.

Конечно же, если произойдут радикальные изменения в технологии, или в объеме запасов, или в спросе, финансовые ряды немедленно начнут испытывать полноценное влияние обычных фундаментальных факторов. Произойдет «обратная рокировка».

В этом смысле важен пример сланцевой революции. Она быстро меняет расстановку сил в мире, возобновляя роль США как ведущего производителя нефти и крупнейшего в мире «добытчика» энергоресурсов. Меняются технологии, растут оценки объема запасов, изменяется их размещение по странам мира. Но пока сланцевая революция не привела еще к новому разрыву цены нефти и газа и ее способности формироваться на финансовых рынках.

#### **Финансовое развитие как фактор финансовой реализации сырья**

Более глубокий анализ превращения сырья в финансовый товар можно сделать на основе изучения столетних тенденций (на примере экономики США). С 1970-х гг., с момента демонетизации зо-

лота, начинается большой финансовый взрыв. Это очень жесткий процесс финансиализации (financialization), секьюритизации (securitization), финансовой глобализации. Или, другими словами, финансового развития (financial development) или, то же самое, финансового углубления (financial deepening) — все большего насыщения экономики деньгами, финансовыми инструментами, финансовыми институтами.

Возможно предположить его связь с новой экономикой, с изменением технологических укладов в реальном секторе, с информатизацией экономики, с ускорением инноваций. Финансиализация в значительной мере обслуживает эти процессы, составляя свой собственный ряд финансовых инноваций, демонстрируя возможность покрывать финансированием все более высокие риски, связанные с инновациями, глобализацией, ускоряющимся появлением новых продуктов, услуг, рынков. При любых технологических скачках в товарном производстве финансовая глубина (financial depth) экономики переходит на новый, более высокий уровень. Это хорошо видно на примере индустриальных революций XVIII—XIX вв.

Соответственно, происходит все большее насыщение экономики деньгами и финансовыми инструментами. Чем выше монетизация (Деньги / ВВП), тем в большей мере взаимодействие финансовых переменных (курсы валют, процент, динамика параллельных финансовых активов, ликвидность, спрос и предложение финансовых активов и т.п.) начинают влиять на ценообразование в мире реальных товаров. Все большее количество того, что не являлось товаром, превращается в обрабатываемые ликвидные инструменты. В частности, таким примером новейшего времени являются однородные сырьевые товары — нефть, металлы, продовольствие. Самые последние примеры превращения в товары через финансовые инструменты — это квоты на выбросы парниковых газов или любые права, связанные с поставками энергии.

Все это следствия финансиализации с начала 1970-х гг. Финансовое развитие по ярко выраженной экспоненте. С начала 1980-х гг. особенно заметно, что финансовая динамика приобретает характер движения по экспоненте, где временная точка, обозначающая все большее ускорение, все более явное стремление в бесконечность — это начало 2000-х гг. Затем экспоненту сбивает, срывает сверхконцентрация рисков, переходящая в финансовый

кризис (2008—2009 гг.), с тем чтобы уже в следующий период ряды финансовой динамики возобновили свой экспоненциальный рост.

Динамики на более коротких периодах времени подтверждают эти рассуждения. Например, ярко выраженная экспонента открытых позиций по нефтяным фьючерсам на NYMEX, затем в кризис произошел провал, был ликвидирован накопленный объем позиций с тем, чтобы затем финансовая динамика вновь устремилась в экспоненциальный рост.

За всем этим — постепенное возобновление докризисной модели мировой финансовой архитектуры со встроенным механизмом «высоких финансов», с англосаксонским ядром, с присущими ему финансовыми инновациями и тенденцией к финансовой глобализации, к нарастанию финансовой глубины экономики.

#### **Фундаментальные факторы финансового рынка, воздействующие на цены на сырье**

Финансализация предполагает, что у финансового рынка есть свои собственные фундаментальные факторы, свои собственные перегревы, падения и свои цикличности, отдельные от того, что происходит собственно в нефтяном и других сырьевых секторах реальной экономики. И эти особенные факторы самостоятельно начинают жестко воздействовать на цену нефти, газа и другого сырья. Это было очень хорошо видно во время кризиса 2007—2009 гг. или во время долгового кризиса Греции весной 2010 г.

Серьезное воздействие на цену нефти может иметь мировая реформа финансового регулирования. Например, в США в соответствии с законом Фрэнк—Додда должны были ввести так называемые позиционные лимиты, которые ограничивают спекулянтов на рынке. Но ручное управление ими со стороны регулятора, введение их в повседневную практику крайне затруднено, потому что, по оценке, эта мера фундаментально затрагивает интересы крупнейших инвестиционных банков.

Но самый сильный финансовый фактор фундаментального характера, как это было показано выше, — курс доллара США.

У курса доллара США есть своя 15—17-летняя цикличность. Если следовать только циклическому анализу и подходить к временным рядам только технически, то нас ожидает новый длинный цикл с многолетней повышательной тенденцией к укреплению курса доллара. Это означает, в свою очередь, длительное понижающее дав-

ление со стороны этой тенденции на цены товарных активов, прежде всего на нефть и металлы. Экономикам — экспортерам сырья очень хорошо живется при слабом долларе. Это блестяще доказал докризисный период (2000—2008 гг.), когда все мировые цены на нефть и другое сырье вместе с акциями шли вверх. Если на стадии укрепления курса доллара США в его собственном длинном цикле динамики, товарные цены начнут опускаться, то при прочих равных сырьевым экономикам придется несладко.

Цикличность мировой резервной валюты (доллара США) вносит свою долю волатильности, но и сама финансиализация, конечно же, формирует более волатильную, более подверженную системным рискам систему глобальных финансов. Например, график фондового индекса Dow Jones как свидетельство. До конца 1940-х гг. наблюдалась очень высокая волатильность, далее в течение трех десятилетий она была подавлена. Но с начала 1970-х гг., с момента демонетизации золота, с момента активного начала финансиализации вновь наблюдается нарастание волатильности.

Поэтому сегодня глобальные финансы находятся в очень важной точке, которая будет влиять на мировые цены на сырье. Удастся ли через мировую реформу финансового регулирования и механизмы валютной, денежной, кредитной, процентной политики центральных банков, через оздоровление государственных финансов подавить нарастающую волатильность глобальных финансов, в целом включающих в себя цены на нефть, цены на металлы и курс доллара, или же глобальные финансы как система будут и дальше находиться в зоне интенсивной разбалансированности, и эти колебания начнут возрастать, чтобы вызвать новую вспышку системных рисков в ближайшие годы?

#### **Что дальше?**

Дальше — неопределенность, высокие риски, значимая вероятность роста рисков и волатильности наравне с циклическим усилением доллара США, способным тянуть вниз мировые цены на сырье.

### **1.10. Развитие финансового регулирования**

Тренды в финансовом регулировании могут пониматься и прогнозироваться только на основе многолетних тенденций, проявившихся еще в XIX в. Чтобы их понять, необходим анализ исторического материала. Только в этом случае будет ясна картина на ко-

ротких отрезках времени, оттолкнувшись от которой можно смотреть на 15—20 лет вперед (см. п. 1.3).

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 все более сложной, уровневой и «всеохватывающей» архитектуре, адекватной все большей финансовой глубине воспроизводственной сферы<sup>1</sup>.

Детальный анализ прошлого и настоящего, прогнозирование будущего финансового регулирования осуществлены в рамках исследования перестройки глобального управления<sup>2</sup>. Наиболее существенные результаты сводятся к следующему.

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 в. принес много новаций. Произошла институционализация регулирования. Были найдены формы: а) «международного финансового института», призванного урегулировать проблемы, общие для ряда стран (Банк международных расчетов (БМР), 1930 г.), б) наднационального органа финансового регулирования (Финансовая комиссия Лиги Наций), в) «глобальных» правовых актов, прямо регулирующих финансовые трансакции (Женевские конвенции 1929—1931 гг.).

На новом этапе (1940—1960-е гг.) центром регулирования, как и 100 лет назад, остались денежные системы, платежи, валютный курс, золото, платежные 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. Ее «региональный этаж» (валютные зоны, валютные согла-

<sup>1</sup> Развитие любого объекта сопровождается адекватным усложнением системы управления и ее способности отвечать на все более крупные риски. Иное приводит к росту рисков, конфликтности и деструкции. Принцип адекватности системы и ее управления в полной мере относится и к глобальным финансам.

<sup>2</sup> Миркин Я. Регулирование глобальной финансовой сферы // Глобальная перестройка / под ред. А. А. Дынкина, Н. И. Ивановой; ИМЭМО РАН. М.: Весь мир, 2014. С. 71—92.

шения)<sup>1</sup> базировался на денежных центрах Европы и интеграционных процессах вокруг них. Повсеместно на «нижних этажах» стала тиражироваться конструкция Всемирного банка<sup>2</sup>.

Этап всплеска глобализации, роста по экспоненте финансовой глубины мировой экономики при Ямайской валютной системе, введенной в 1976 г., привел 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 глубокую интеграцию своих финансов и их регулирования в рамках ЕС<sup>3</sup>. Глобальное финансовое регулирование стало подвигаться к многоуровневому. В нем появилось будущее «политбюро» (G-7 / G-8) (1975/1997 гг.) с регулярными встречами министров финансов. Были созданы мировые и региональные организации финансовых регуляторов<sup>4</sup>. После кризиса 1997—1998 гг. были поставлены задачи снижения глобальных рисков, перехода к более безопасной мировой финансовой архитектуре. С этой целью был учрежден новый коллективный орган регуляторов — Форум финансовой стабильности при БМР (FSF) (1999 г.). В системе регулирования появи-

<sup>1</sup> Европейский платежный союз (1950—1958 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)).

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Европейская валютная система (1979—1998 гг.), в том числе 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.).

<sup>4</sup> 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 в (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.).

лись и другие функциональные органы<sup>1</sup>. Возникли международные объединения «на личном уровне»<sup>2</sup>.

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, учет, взаимодействие с регуляторами). Началась их гармонизация (прежде всего банков), 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 стандарты<sup>3</sup>.

#### 1.10.1. Дисбалансы регулирования: 2000-е гг.

К моменту кризиса 2007—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.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Комитет по системам платежей и урегулирования расчетов при Банке международных расчетов (CPSS) (ведет 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.

<sup>2</sup> Знаменитая Группа-30 (Group — 30, 1978 г.), 30 наиболее известных руководителей финансовой индустрии и регуляторов крупнейших стран мира.

<sup>3</sup> Международная ассоциация рынка капиталов (ICMA, от 1969 г.), Международная ассоциация инвестиционных фондов (IFA, 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.

<sup>4</sup> Расчеты на основе данных Mapping Global Capital Markets. McKinsey Global Institute Annual Reports 2006—2009.

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 *концентрация кредитных и процентных рисков* (проблемные долги) в группе развитых экономик, прежде всего в США (отрицательные платежные балансы, низкие нормы накопления и сбережений, избыточное потребление и «жизнь в долг» государств и домашних хозяйств за счет импорта капиталов из развивающихся стран). *Сверхвысоким являлся нерегулируемый рыночный риск* («мыльные пузыри» в ценах финансовых и товарных активов на базе многолетнего ослабления доллара США).

Объемная 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 «легких 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 англосаксонской модели* (треугольник «Нью-Йорк / Чикаго — Лондон — офшоры»). Либерализация счетов капитала, расширение числа конвертируемых валют за годы дерегулирования формировала условия для непрогнозируемых движений горячих денег, финансовых инфекций, бегств капитала, манипулирования рынками небольших открытых экономик. Нарастал потенциал рисков, волатильности, встроенной в глобальные финансы<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Детальный анализ см.: Миркин Я. М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М. : Кнорус, Гелеос, 2011. С. 207—246, 313—343.

Финансовый кризис 1997—1998 гг. поставил вопрос о создании новой мировой финансовой архитектуры<sup>1</sup>, 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 неадекватна объекту управления. Это стало одной из фундаментальных причин шоков 2007—2009 гг., долгового кризиса еврозоны в 2010—2012 гг.

### 1.10.2. Продолжение многолетних трендов как ответы на вызовы 2000-х гг.

В итоге к кризису 2007—2009 гг., ясно обозначились многолетние тренды в глобальном финансовом регулировании:

1) *переход к более сложному (чем в XX в.) управлению финансовым развитием* в целях 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, домашних хозяйств) 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

<sup>1</sup> См., например: *Camdessus M. 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.*

систем, стимулирующих устойчивый экономический рост, смягчающих циклическую и привнесенную 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;

2) *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 расчетов, ОЭСР, ВТО (последняя — финансовые услуги). Рост регулятивной роли, новые центры — G20 (90% глобальных финансовых активов); Совет по финансовой стабильности (FSB, 2009 г.) вместо FSF; новые «СРО» регуляторов<sup>1</sup>; новые стабилизационные фонды и институты развития второго уровня<sup>2</sup>; многосторонние соглашения о валютных свопах между центральными банками (субституты региональных стабилизационных фондов)<sup>3</sup>; второй, наднациональный уровень банковского регулирования и др.<sup>4</sup> 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;

<sup>1</sup> Международная организация пенсионных надзоров (IOPS, 2004 г.), Глобальная федерация страховых ассоциаций (GFIA, 2012 г.).

<sup>2</sup> Европейский стабилизационный механизм (ESM, 2012 г.); Антикризисный фонд ЕврАзЭС (2009 г.); Банкосур (BancoSur, гибрид «МВФ и Всемирного банка») в МЕРКОСУР (2009); финансовые институты стабилизации и развития БРИКС (2014 г.) и др.

<sup>3</sup> «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.

<sup>4</sup> 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.

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

3) *укрупнение объектов* как способ обеспечения управляемости финансов, *региональная интеграция* финансовых систем стран мира и их регулирования. «*Коллективизация*» валют как одна из форм «укрупнения». Региональные валюты: сукре (sucre, 2009 г., 8 стран АЛБА), переговоры — эко («есо», Западноафриканская валютная зона, 6 стран, 2015 г.); восточноафриканский шиллинг (Восточноафриканский валютный союз, 5 стран), халиджи (khaleeji, Валютный союз Залива, 3 страны, 2015 г.); концепции — азиатская валютная единица (AMU), гаучо (gaucho, МЕРКОСУР, 6 стран), афро (afro, Африканский валютный союз) и даже банкор (bankor) (мировая валюта на базе СДР) и др. Более подробно см. в п. 1.10.2;

4) *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 денежных, кредитных, платежных 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, расчетов 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, ее деформаций и концентраций рисков, состояния на различных стадиях циклов, искажений ее роли в развитии реальной экономики. Будет формироваться система количественных (глобальных и региональных) ограничений, направленных на «укрощение» волатильности (многосторонние таргетированные валютные зоны, согласованные координаты параметров денежной, процентной и бюджетной полити-

## 1.10. Развитие финансового регулирования

ки, инфляции, государственного долга, нормы достаточности капитала, левериджа). Будут сделаны попытки лимитировать объемы деривативов, таргетировать цены на ключевые сырьевые товары (они стали финансовыми активами, их цены во многом устанавливаются на рынках товарных деривативов).

Более детальный анализ изменений в рамках данного тренда приведен в Приложении;

5) *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 все большая регламентация финансовой жизни.

Этот процесс нарастает больше 150 лет. Вместе с тем, как указывалось выше, ему свойственна цикличность (тренд второго порядка). Вслед за «перерегулированием» будут возникать волны «либерализации», дерегулирования, которые после очередного кризиса вновь будут заканчиваться интервенционизмом финансовых властей;

6) *длинные циклы в динамике финансового регулирования*. Подробный анализ и представление о будущем приведены в п. 1.3.

### 1.10.3. Тренд «многополярность регулирования»

Ответом на вызовы 2007—2009 гг. была интенсификация тренда — перехода к многоуровневой, многополярной, все более глубокой системе глобального финансового регулирования. Ее моноцентричность в том виде, в каком она существовала до кризиса 2008 г., была во многом нарушена.

Новым центром финансового регулирования наряду с G-7/8 стала группа G-20 (2008 г.). На долю стран G-20 приходится 86—87% мирового ВВП, на G-7 — примерно 50% (IFS IMF). 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 полетами» в изменении глобального финансового регулирования. Задействован механизм регуля-

ных 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 др.), принятия обязательств странами — членами G-20 и мониторинга их выполнения. В 2008—2012 гг. финансовые проблемы занимали от 30 до 90% повестки дня.

Еще одной точкой перехода к многополярности стало создание Совета по финансовой стабильности (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 — ОЭСР, МВФ, Всемирный банк, БМР, Европейская комиссия, международные ассоциации регуляторов и т.п. Цель — координация международных и национальных институтов регулирования, макропруденциальный надзор, гармонизация финансовых систем, обеспечение финансовой стабильности.

Сдвигом к многополярности должна стать реформа «корпоративного управления» МВФ и Всемирного банка (перераспределение квот, голосов, 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 2004 г. создана Международная организация пенсионных надзоров (IOPS), в 2012 г. — Глобальная федерация страховых ассоциаций (GFIA).

МВФ как «мировой фонд» не справился с задачами глобальной финансовой стабилизации в 2008—2012 гг. Поэтому стала выстраиваться вторая линия обороны, еще одна форма многополярности — региональные стабилизационные фонды. В ЕС в ответ на кризис еврозоны созданы три стабилизационных фонда (2010—2012 гг.)<sup>1</sup>, в

<sup>1</sup> Европейский механизм финансовой стабилизации (European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM, 2010 г.) (помощь Ирландии и Португалии), Европейский фонд финансовой стабильности (European Financial Stability Facility, 2010 г.) (помощь Греции, Ирландии и Португалии), Европейский стабилизационный механизм (European Stability Mechanism, 2012 г.) (постоянно действующий).

том числе «завершающий», постоянно действующий Европейский стабилизационный механизм (ESM, 2012 г.). Антикризисный фонд был создан ЕврАзЭС (2009 г.). В 2009 г. начал работу Банкосур (BancoSur, гибрид МВФ и Всемирного банка) в рамках стран МЕРКОСУР.

Еще в 1976 г. был учрежден Арабский валютный фонд (AMF)<sup>1</sup>, в 1978 г. — Латиноамериканский резервный фонд (FLAR)<sup>2</sup>. Функции и корпоративное управление в этих фондах построены по аналогу с МВФ.

Субститут регионального стабилизационного фонда — многостороннее соглашение 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 сгущение «финансовой власти» возникло в форматах «ФРС + центральные банки АСЕАН + КНР, Япония, Южная Корея» (доллар, юань, иена и другие валюты, 14 стран, 2010—2013 гг.)<sup>3</sup>, «Народный банк Китая + центральные банки» (юань, 14 стран, 2008—2013 гг.); Азиатский клиринговый союз — центральные банки Южной Азии (9 стран, 2013 г.).

До конца 2000-х гг. надзор за финансовыми институтами был сосредоточен внутри государств. На международном уровне выработались концепции и стандарты надзора, обобщались лучшие практики.

Кризис 2007—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

<sup>1</sup> Arab Monetary Fund (AMF), члены — 22 арабские страны (2012 г.).

<sup>2</sup> Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), в рамках Андского сообщества (7 стран, 2012 г.).

<sup>3</sup> Инициатива Чиангмай (Chiang Mai Initiative, 2000 г.), в ее развитие — СМММ (Chiang Mai Initiative Multilateralization, 2006 г.) как реакция на шоки ликвидности в период азиатского кризиса 1997 г. В результате в 2000-х гг. создана сеть валютных свопов между центральными банками в Азии.

Европейский совет по системному риску (European Systemic Risk Board (ESRB)) (макропруденциальное 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) и Единого механизма надзора (Single Supervisory Mechanism (SSM))<sup>1</sup>.

Тренд многополярности системы регулирования будет продолжен.

Возможные будущие «полюса»: *антикризисный фонд стран BRICS* (вариант — пул свопов между центральными банками), другие финансовые институты в рамках этой группы стран<sup>2</sup>; *Азиатский валютный фонд*<sup>3</sup>; *Африканский валютный фонд*<sup>4</sup>; *Латиноамериканский валютный фонд*<sup>5</sup>; *пулы свопов по рублю* и по другим валютам; другие стабилизационные фонды по регионам и группам стран по интересам.

<sup>1</sup> The Banking Union — a European perspective: reasons, benefits and challenges of the Banking Union. Speech by Yves Mersch, Member of the Executive Board of the ECB, at the seminar “Auf dem Weg zu mehr Stabilität — Ein Dialog über die Ausgestaltung der Bankenunion zwischen Wissenschaft und Praxis“ organised by Europolis and Wirtschaftswoche, Berlin, 5 April 2013.

<sup>2</sup> Идея обсуждалась на встречах руководителей стран BRICS в 2012 г. Рассматривается в практической плоскости.

<sup>3</sup> 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. No. 1. Spring, 2003. Шаги, на практике ведущие к созданию фонда — замена двусторонних свопов между центральными банками на многосторонние (2006 г.), создание в рамках инициативы Чиангмай международного института — органа макропруденциального надзора (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO) (2011 г.).

<sup>4</sup> African Monetary Fund (AMF) находится в стадии создания в рамках решений Африканского союза.

<sup>5</sup> 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.

#### 1.10.4. Тренд «гармонизация, расширение периметра регулирования»<sup>1</sup>

Многие годы до кризиса 2007—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 счетов капитала, «высвобождение» валют, трансграничная консолидация рынков, финансовых инструментов, инфраструктуры, крупнейших финансовых институтов). Мир национальных финансов, работающих по разрозненным правилам, постепенно стал превращаться в «утопанную 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 2007—2009 гг.* Наоборот, *массив глобальных стандартов* (для «конвергенции» в них национальных правил) *ускоренно расширяется*. Ключевые стандарты — принципы регулирования сегментов финансового сектора<sup>2</sup>, требования к капиталу и системам управления рисками («Базель I—III» Базельского комитета по банковскому надзору (BSBS)), принципы организации инфраструктуры финансовых рынков<sup>3</sup>, международные стандарты финансового учета и аудита<sup>4</sup> и многие другие.

<sup>1</sup> Исходные данные для исследования тренда — аналитический материал, подготовленный Бахтараевой К., Жуковой Т., Кудиновой М., Левченко М. под руководством и при участии Миркина Я.

<sup>2</sup> «Базовые принципы эффективного банковского надзора» 2012 г. Базельского комитета по банковскому надзору (BCBS Core Principles for Effective Banking Supervision 2012), «Цели и принципы регулирования ценных бумаг» 2010 г. Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation 2010), Базовые принципы страхования 2011 г. Международной ассоциации страховых надзорных служб (IAIS Insurance Core Principles 2011), «Принципы надзора за частным пенсионным обеспечением» 2010 г. Международной организации пенсионных надзоров (IOPS Principles of Private Pension Supervision 2010).

<sup>3</sup> «Принципы инфраструктуры финансового рынка» 2012 г. Международной организации комиссий по ценным бумагам и Комитета по платежным и расчетным системам при Банке международных расчетов (CPSS — IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures 2012).

<sup>4</sup> Международные стандарты финансовой отчетности» (постоянно обновляются) Совета по международным стандартам финансовой отчетности (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).



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 будет происходить в АСЕАН<sup>1</sup>. Яркая попытка финансовой интеграции с «ускорением» (2012—2015 гг.) делается постсоветскими странами в Таможенном союзе и Едином экономическом пространстве (ориентация на ЕС, гармонизация законодательства, массив общих правил, программы «двойного паспорта» в сфере банков, страхования, финансовых рынков, бюджета).

В 1980-х — 2000-х гг. периметр глобального финансового регулирования расширялся постепенно. После кризиса 2007—2009 гг. и в ходе долгового кризиса еврозоны это расширение приняло взрывной характер.

Это новый тренд. В нем совершается переход к *более жесткой модели регулирования* тех областей финансов, которые до сих пор считались саморегулируемыми либо преднамеренно, по идеологическим соображениям оставлялись без жесткой руки государства. С унификации национальных финансовых систем акцент перенесен 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. Институты финансовых рынков мельче, динамичнее, хитрее и рискованнее, чем банки, но и умирать должны чаще. Регулятивный пресс на банки всегда был жестче, так как за ними — платежная система, риски перерыва расчетов и кредитование базового объема потребностей бизнеса и домашних хозяйств.

В более слабом регулировании финансовых рынков состоит одна из ключевых концепций в организации отношений государств — финансы. Попытка наложить на них такой же регулятивный пресс, как на банки, означала бы резкое ухудшение финансирования роста экономики в ее прорывных, инновационных зонах.

<sup>1</sup> 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.

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 «про-банковском», более жестком регулировании.

Поэтому в будущем система финансового регулирования должна пройти между Сциллой и Харибдой.

С одной стороны, она должна быть настолько мягкой или, точнее, умеренно жесткой, 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 объемами небанковской финансовой индустрии, переплетенностью 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, «делевеидж», сокращение финансового рычага (эксцессивного роста активов и долгов финансовых институтов по отношению к собственным средствам в фазе подъема 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 эксцессий;

— предупреждение сверхконцентраций и урегулирование системного риска.

*Периметр регулирования* расширен в следующих сегментах:

— макропруденциальный надзор;

— системно значимые финансовые институты и коллегии регуляторов;

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

- 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, приведен в Приложении.

### 1.10.5. Резюме. Тренды глобального финансового регулирования

Тренды в финансовом регулировании, сформировавшиеся после кризиса 2007—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 в.). Это позволяет заниматься экстраполяцией, прогнозировать будущее на период в два-три десятилетия.

Будет продолжаться переход к многоуровневой, многополюсной, иерархической системе глобального финансового регулирования. Степень концентрации 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 «утопанных» 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 (объемы, 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 все большая регламентация финансовой жизни.

## 1.11. Среднесрочные тренды глобальных финансов 2015—2020 гг.

Этот процесс нарастает более 150 лет. Вместе с тем ему свойственна цикличность (тренд второго порядка). Вслед за усилением регулирования, за «перерегулированием» неизбежно будут возникать волны либерализации, которые после очередного кризиса вновь будут заканчиваться интервенционизмом финансовых властей.

### 1.11. Среднесрочные тренды глобальных финансов 2015—2020 гг.

Финансовая конъюнктура 2015—2020 гг. будет определяться *двумя сценариями* с вероятностью первого, по экспертной оценке, — 0,85 против второго — 0,15.

*Первый сценарий* — закрепление состоявшегося в середине 2010-х гг. поворота мировой экономики к выздоровлению. Выход для группы развитых экономик в целом в «нормальную» зону роста больше 1,5—2% ВВП (в постоянных ценах). Дальнейшее сжатие посткризисного (2010 — 2014 гг.) массива финансовых рисков и проблемных активов. Трансформация двухсекторной — в трехсекторную модель восстановления: а) более быстрое, подкрепленное «денежными облегчениями» (США, Великобритания), 2,5—3% роста в год; б) замедленное, менее выраженное, в рамках ограниченный, созданных более жесткой денежной политикой, бюджетными рестрикциями, репрессиями против госдолга (еврозона), 1—1,5% роста в год; в) замедляющееся, ниже 1% роста в год (Япония, бюджетная консолидация как источник торможения).

В рамках сценария — высокие темпы роста развивающихся стран. В 2015—2020 гг., вслед за тем, как будет набирать обороты индустриальный мир, прогнозируется «прибавка» в росте и в этой группе стран (кроме Китая и замедляющейся группы СНГ), в меру усиления спроса на продукты «мастерских мира» (но не для сырьевых экономик).

Это восстановление окажется неполным. Рост в этой зоне будет происходить с меньшей скоростью, чем на рубеже 2010-х гг. Отдельные страны могут уходить в зону падения производства. Замедление придется на те развивающиеся страны (Китай, Россия и др.), которые постепенно втягиваются в ребалансирование мировой экономики (ревальвация валюты по отношению к доллару США, физическое вытеснение с рынков, снижение мировых цен на сырье, «реиндустриализация» развитых стран).

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

Вместе с усилением экономического роста будут все явственнее признаки финансового подъема (снижение волатильности, рост финансовой глобализации, начинающийся перелив денег из США на рынки континентальной модели и развивающиеся рынки). Хотя и замедленное, восстановление кредита, капитализации рынков акций, сектора финансовых инноваций, регулярных потоков портфельных инвестиций. Рынки не будут «замечать» финансовые шоки, которые в начале 2010-х гг. вызвали бы немедленную цепную реакцию системного риска, разрастающуюся до кризиса. Пройдут незамеченными замедление экономики и пограничное состояние финансов в странах, находящихся в повышенных зонах рисков (Россия, Аргентина, Греция и др.).

Подъем экономики и прилив инвестиций «съест» все риски. Негативные новости, которые вызывают крахи рынков, когда экономика «беременна» кризисом, становятся малозначащими или даже незаметными на стадии подъема.

В результате разогрева индустриальных экономик наряду с тем, что еврозоне придется перейти к более мягкой денежной политике, в этой группе повысится инфляция. По прогнозу МВФ, может подойти к 2% ежегодно (табл. 1.12). Инфляция в развивающихся экономиках будет, как и раньше, в 2—3 раза выше, чем в группе индустриальных стран. В зоне СНГ ожидается вспышка двузначной инфляции.

Таблица 1.12. Прогноз инфляции

Группа стран / Страна	Изменение индекса потребительских цен на конец периода, %				
	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г. (прогноз)	2015—2019 гг. (прогноз)
Развитые экономики, в том числе	2,7	1,7	1,2	1,7	2,0—2,1
Экономики проведенных «денежных облегчений» / более мягких бюджетных ограничений					
США	3,1	1,8	1,3	2,4	2,0—2,2
Великобритания	4,7	2,6	2,1	1,5	1,8—2,0
Япония	-0,3	-0,2	1,5	2,6	2,0—2,5

## 1.11. Среднесрочные тренды глобальных финансов 2015—2020 гг.

Окончание табл. 1.12

Группа стран / Страна	Изменение индекса потребительских цен на конец периода, %				
	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г. (прогноз)	2015—2019 гг. (прогноз)
Экономики «сдержанной денежной политики» / более жестких бюджетных ограничений					
Еврозона	2,8	2,2	0,8	0,5	1,2—1,7
Экономики ребалансирования					
Развивающиеся экономики, в том числе	6,9	6,1	5,5	5,7	4,5—5,0
Развивающиеся экономики Азии	5,5	4,7	4,5	4,0	3,0—3,5
Китай	4,1	2,5	2,5	2,3	2,5—3,0
СНГ	8,7	6,3	6,1	9,2	5,0—12,0
Россия	6,1	6,6	6,5	8,3	4,0—7,0

Источники прогнозных данных: IMF World Economic Outlook Database October 2014, Inflation, average consumer prices, Percent change. Прогноз по России — ошибочен, сделан, по оценке, по состоянию на август 2014 г., до крупного падения рубля и разгона инфляции осенью 2014 г.

В группе развитых экономик после 6—8-летнего перерыва на переломе 2015—2017 гг. подрастет процент (изменение денежной и процентной политики центральными банками в сравнении с 2009—2014 гг. в рамках антициклического регулирования). Возможен переход в зону нулевого — положительного (при очень невысоких значениях) процента.

По сценарию МВФ, рост доходной базы и сокращение потребности в деньгах для финансовых спасений наряду с успехами повсеместно принятых программ оздоровления бюджетов будут продолжать оказывать понижательное влияние на государственные долги развитых экономик (табл. 1.13). Долговая нагрузка на них будет ниже, чем в 2012—2014 гг. (точка перелома).

Вместе с тем, по оценке, высока вероятность сценария, обратного тому, который закладывается МВФ (не менее 60%). В этом сценарии тренд 1990—2000-х гг., связанный с ростом долговой на-

1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

Таблица 1.13. Динамика суверенного долга (валовой долг)

Группа стран / Страна	Суверенный долг / ВВП, %						
	1995 г.	2007 г.	2010 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г. (прогноз)	2015— 2019 г. (прогноз)
Развитые экономики, в том числе	73	74	99	107	105	106	100—106
«Большая семерка»	76	82	113	122	120	120	114—119
США	71	64	95	103	104	104	103—105
Великобритания	50	44	78	89	91	90	85—93
Япония	95	183	216	237	243	242	241—246
Еврозона	72	66	86	93	95	96	88—96
Развивающиеся экономики, в том числе	н/д	35	39	39	39	40	40—41
Развивающиеся экономики Азии	н/д	35	42	42	42	43	44—45
Китай	21	35	37	37	39	41	42—45
СНГ	н/д	9	14	15	17	19	18—19
Россия	н/д	9	11	12	14	16	16—17

Источник: IMF World Economic Outlook Database October 2014, General Government Gross Debt, percent of GDP. Данные на конец периода, округлены до целых чисел.

1.11. Среднесрочные тренды глобальных финансов 2015—2020 гг.

грузки в публичных финансах, будет продолжаться. Государственные долги в зоне развитых экономик, связанное с ними долговое бремя (индикатор «Госдолг / ВВП») будут увеличиваться, пусть и сниженными темпами. Несмотря на меры по реструктуризации, будет продолжать расти социальная нагрузка на бюджеты (безработица, пенсионные системы, сокращение безработицы). Государства будут вкладывать значительные ресурсы за счет средств налогоплательщиков для погашения новых всплесков финансовых рисков (на периферии еврозоны, от финансовых инфекций, идущих из зоны развивающихся стран, для ослабления эффектов от разрывов мыльных пузырей (например, на перегретом в 2011—2014 гг. рынке акций США)).

Будут постепенно «разгоняться» государственные долги и ухудшаться финансовое положение развивающихся экономик, особенно полностью зависящих от экспорта сырья и мировых цен на него. Эти цены — вслед за укреплением доллара США к евро — несколько лет находятся на снижающейся траектории.

Вместе с тем велики шансы на то, что скорость увеличения долгового бремени в публичных финансах развивающихся экономик может превысить умеренные темпы, заложенные в сценарии МВФ (табл. 1.13). Причины — глубокие сдвиги в курсах резервных валют доллар — евро и мировых ценах на товарные активы, а также высокие накопленные концентрации финансовых рисков в Китае и других развивающихся экономиках, находящихся в режиме финансового форсажа.

Ребалансирование, относительное выравнивание потоков капитала. Сокращение разрыва между странами — экспортерами капитала (развивающимися экономиками) и странами — импортерами капитала (индустриальные страны).

Указанные тренды не будут приводить к излишним сосредоточениям рисков, не будут выливаться в финансовые шоки, вызывающие кризисы или предкризисные состояния.

Наоборот, и ускорение инфляции, и рост долгового бремени публичных финансов, и другие концентрации рисков будут происходить в тех границах, в которых они поглощаются (не замечаются) на подъеме мировой экономики и инвестиций, в атмосфере быстрого финансового развития.

*Второй сценарий* — возобновление ухудшения мировой экономической конъюнктуры, подобно тому, как это происходило в 2011 — первой половине 2013 г. Срыв в связи с новыми финансо-

выми шоками (перманентный долговой кризис в еврозоне (Греция и другие «периферийные» страны), кризисы на одном-двух развивающихся рынках (Россия, рынки СНГ и Восточной Европы, Аргентина, Китай, Индия и др.), ухудшение финансовой ситуации в сырьевых экономиках, разрыв мыльного пузыря на рынке акций США при выходе из режима денежных облегчений, дефолт одного из системообразующих банков под тяжестью регулятивной нагрузки (штрафы, административные расследования). Концентрации рисков на рынке деривативов и структурированных продуктов, возобновившем рост. Циклический кризис (пересечение, наложение нижних точек бизнес-циклов разного вида в конце 2010-х гг.)<sup>1</sup>. Цепная реакция системного риска, приводящая к новой волне мирового кризиса. Дальнейшее усиление волатильности и деформаций глобальных финансов.

Как и в 2009—2014 гг., глобальные финансы на развилке в 2015—2020 гг. — либо усмирение рисков и рост, либо усиление разбалансированности по нарастающей, вторые и третьи волны кризиса.

### Резюме сценариев

Среднесрочные тенденции 2015—2020 гг. — укрепление позиций развитых экономик и их финансовых систем, притормаживание быстрорастущих новых индустриальных экономик в части реального сектора и роста объемов и значения их финансов, ухудшение позиций формирующихся рынков сырьевых экономик, основанное на «сезоне низких цен» на сырье.

### Ключевые зоны рисков 2015—2020 гг.

Риски, которые являются ключевыми в среднесрочной перспективе:

- риски человеческой ошибки;
- суверенные долги;
- перегретость рынков англосаксонской модели, финансовые шоки при выходе из денежных облегчений;
- регулятивный риск;
- риск развивающихся рынков.

<sup>1</sup> Станик Н. А. Кризисы на рынке ценных бумаг: характерные черты и методы ранней идентификации: дис. ... канд. экон. наук. М.: Финансовый университет при Правительстве РФ, 2013.

**Риски человеческой ошибки.** По-прежнему высоки риски человеческой ошибки, когда неправильные человеческие решения, нарушающие устойчивость глобальных финансов, могли бы немедленно, на следующий день привести к финансовым шокам в отдельно взятых странах, от них — к финансовым инфекциям и цепной реакции системного риска, а затем и к тотальному финансовому кризису. Пока ошибок счастливо удавалось избегать, хотя именно в связи с риском человеческой ошибки в 2011—2013 гг. мир был минимум восемь раз на пороге глобального финансового кризиса<sup>1</sup>.

Подобные ситуации возможны и в 2015—2020 гг. (неправильные действия регулятора при выходе рынка акций США из мыльного пузыря, дефолт крупнейшего банка в связи с регулятивным риском, рефинансирование государственных долгов проблемных экономик, излишнее санкционное давление, приводящее к финансовому кризису в России, новые межпартийные столкновения по поводу госдолга и бюджета США).

**Риски суверенных долгов.** Несмотря на то что базовым прогнозом является то, что государственные долги перейдут из состояния роста в режим коридора, плоской динамики, их относительный уровень и объем, накопленные в 2007—2014 гг., настолько высоки (табл. 1.14), что на среднесрочных временных горизонтах в полной мере сохраняются риски, с ними связанные.

44 юрисдикции имеют суверенные долги выше 70% ВВП, в том числе все, без исключения страны G-7; 26 стран, в том числе G-7 (без Германии) — выше 80% ВВП. В «сезон низких цен» на сырье (нефть, газ, продовольствие, металлы) начнет, как и в 1980—1990-х гг., нарастать проблема торговых балансов сырьевых развиваю-

<sup>1</sup> Временные точки риска человеческой ошибки: июль 2011 г. — если бы демократы и республиканцы не смогли договориться об увеличении потолка госдолга США; ноябрь 2011 г. — если бы состоялся референдум в Греции с однозначным «нет» кабальным условиям; реструктуризации долга и финансовой помощи ЕС и МВФ; июнь 2012 г. — если бы при повторных выборах в Греции победили силы, требовавшие тотального пересмотра кредитной сделки с ЕС и МВФ; август 2012 г. — если бы Европейский центральный банк не объявил о готовности скупать гособлигации отягощенных долгами стран; сентябрь 2012 г. — если бы Конституционный суд Германии не подтвердил бы законность участия Германии в Европейском стабилизационном механизме; декабрь 2012 г. — если бы демократы и республиканцы не смогли найти компромисса по «бюджетному обрыву» в США; март 2013 г. — если бы не состоялась реструктуризация банковской системы Кипра, предоставление финансовой помощи; октябрь 2013 г. — если бы демократы и республиканцы не договорились об открытии бюджетного финансирования и пересмотре потолка государственного долга США.

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

щихся экономик и, соответственно, начнется постепенное ухудшение их государственных финансов.

Таблица 1.14. Юрисдикции с высоким внешним долгом

Риск	Суверенный долг / ВВП,%, конец 2015 г. (прогноз)				
	> 70—80	> 80—100	> 100—150	> 150—200	> 200
Системный риск с крупным и средним потенциалом воздействия	Австрия, Германия, Сербия, Словения, Венгрия, Мальта, Украина	Египет, Исландия, Канада, Великобритания, Франция	Бельгия, Кипр, Ирландия, Италия, Испания, Португалия, Сингапур, США	Греция	Япония
Системный риск с малым потенциалом воздействия	Албания, Белиз, Бутан, Гамбия, Гана, Доминика, Сан-Томе и Принсипи, Шри-Ланка, Сент-Китс и Невис, Сент-Люсия, Сент-Винсент и Гренадины	Антигуа и Барбуда, Иордания, Судан	Барбадос, Бутан, Кабо-Верде, Эритрея, Гренада, Ямайка, Ливан, Мальдивы		
Итого	18	8	16	1	1

Источник: IMF World Economic Outlook Database October 2014, General government gross debt, percent of GDP. Данные на конец периода, округлены до целых чисел.

**Перегретость рынков англосаксонской модели.** Индикатор «Капитализация / ВВП» по США и Великобритании превысил предкризисные значения, в континентальной Европе (Франция, Германия) — пока ниже их до 10%, в Японии — примерно равен. Развивающиеся рынки — ниже до 2—3 раз.

Англосаксонское ядро глобальных финансов (где сосредоточено примерно 40% финансовых активов мира) кажется перегретым — достигло предкризисных значений. С 2012 г. разорвана обычная связь динамики рынка акций и курса доллара США. Похоже на локальный мыльный пузырь, акции непривычно оторвались от курса доллара США, продолжают расти, хотя и с замедле-

## 1.11. Среднесрочные тренды глобальных финансов 2015—2020 гг.

нием. Рост индекса Доу—Джонс в 2013 г. составил 27,4%, в 2014 г. — 5,5% (на 14 ноября). На рынке акций компаний биотехнологии NASDAQ Biotechnology Index вырос за 2013 г. на 65,6%, за 2014 г. — на 29,7% (на 20 ноября).

В этой связи в 2015—2016 гг. может вдруг резко обостриться, прежде всего в США, проблема выхода из посткризисной «медицины катастроф», когда выход из режима «денежных облегчений», подгонявшего несколько лет курсы акций вверх, вызовет внезапный обвал на рынке акций США с цепной реакцией шоков и «финансовых инфекций» в других странах.

В 2014 г. ФРС, осуществлявший постепенный выход из «денежных облегчений», удалось пройти по «острию ножа». Но риски в 2015—2016 гг. сохраняются, с учетом того, что рынки акций перегреты, «спускать» их придется с большой осторожностью, а впереди, рано или поздно, повышение ФРС ставки процента, что всегда болезненно влияет на динамику рынка акций.

В этом же направлении — усиление рисков рынка акций США — действует укрепление доллара, которое не может не оказывать давления вниз на курсы акций.

**Регулятивный риск.** В 2009—2014 гг. резко увеличились регулятивные издержки 10—15 крупнейших глобальных коммерческих / инвестиционных банков. Как они, так и десятки более мелких институтов находятся под расследованиями сотен эпизодов (манипулирование, нарушение прав инвесторов, инсайдерская торговля и т.п.), которые ведутся финансовыми регуляторами и органами юстиции США и стран еврозоны.

Как показывает практика последних лет, суммы штрафов, возмещаемых ими, достигают все больших, рекордных размеров, составляют в общей сумме десятки миллиардов долл. США.

В 2014 г. эта практика продолжалась по нарастающей. Штрафы и возмещения сопоставимы с размерами прибыли (от 30% чистой прибыли и выше), могут превышать ее или даже выплачиваться за счет ликвидности в годы, когда банки вместо прибыли фиксируют убытки.

В этой связи в 2015—2017 гг., как и в 2014 г., высоки риски дефолта системообразующего финансового института (на глобальном или национальном уровнях), которые могли бы инициировать цепную реакцию системного риска, подобно тому, как это произошло с банком Lehman Brothers в сентябре 2008 г.

**Риск развивающихся рынков.** В 2015—2017 гг. могут усиливаться концентрации и реализовываться риски на крупных развивающихся рынках:

— финансовые риски в России и в зоне СНГ, выросшие во взрывном порядке вслед за украинскими событиями (девальвация рубля, санкции, в том числе финансовые, предкризисное состояние экономики, прогнозируемое состояние финансовой нестабильности вслед за снижением мировых цен на сырье и снижением доли России на рынке ЕС, шоки, передаваемые на соседние финансовые рынки, в частности в Казахстан, финансовый кризис на Украине (страна находится в преддефолтном состоянии, глубокая девальвация гривны, резкое падение экономики));

— проблемными могут стать финансовые рынки сырьевых развивающихся экономик (Венесуэла, Казахстан, Россия и др.) вслед за снижением мировых цен на сырье, если оно подтвердит в 2015—2017 гг. устойчивый характер;

— Китай — кредитный пузырь, нарастание доли проблемных ссуд и цепных дефолтов банков, зависимость от рефинансирования центрального банка, надувающийся мыльный пузырь на рынке акций. В конце 2013 г. индикатор «Долги / ВВП» (кредиты, облигации и др.) составил в Китае 217% (в 2008 г. — 147%) (Bloomberg View, Oct. 9, 2014);

— Аргентина — постоянно сохраняющиеся юридические риски, судебная тяжба в США по поводу суверенного долга (дефолт в 2002 г., реструктуризация с 2005 г.). Истцы — держатели аргентинских облигаций, не согласившиеся с условиями реструктуризации долга, который к ее началу превышал 100 млрд долл. США<sup>1</sup>. В 2014 г. судами в США вынесено решение не в пользу Аргентины. В августе 2014 г. Аргентина была признана страной, находящейся в состоянии долгового кризиса, частичного дефолта. На кону — суммы в десятки миллиардов долларов, которые Аргентине удалось до этого «скопировать» в результате согласованной с кредиторами невыплаты процентов, обмена облигаций на долговые бумаги с меньшим номиналом. Долговой кризис Аргентины не закончен, юридические тяжбы продолжаются.

Риски на этих и других развивающихся рынках останутся актуальными и в 2015 г.

<sup>1</sup> Расчеты ИК «Еврофинансы».

### **Важнейшие тенденции 2015—2020 гг.**

Все тренды, рассмотренные ниже, находятся в рамках первого сценария финансовой конъюнктуры (см. выше), не предполагающего драматических событий в целом в глобальных финансах и находящегося в логике их выздоровления после кризисных и волатильных 2008—2012 гг.

**Норма накопления.** Велик накопленный драматический разрыв в нормах накопления между индустриальными и развивающимися странами (более, чем 1,5 раза), между индустриальными странами и развивающимися экономиками Азии (более, чем в 2 раза) (табл. 1.15).

Разрыв носит устойчивый характер. Прогнозируется его медленное сокращение в 2015—2020 гг. по мере экономического оживления в группе индустриальных стран, прежде всего в еврозоне, с более быстрым выдвиганием в сфере инвестиций США и «периферийных» экономик зоны евро, выходящих из собственных кризисов<sup>1</sup>.

Это значит, что динамика нормы инвестиций в 2015—2020 гг. с высокой вероятностью будет укладываться в тренд ребалансирования (rebalancing) глобальной экономики. На осторожное снижение очень высокой нормы накопления в развивающихся экономиках будет накладываться определенный, с еле заметным ускорением рост нормы накопления в индустриальных странах (табл. 1.15).

Динамика нормы инвестиций в развивающихся странах будет формироваться под влиянием снижения мировых цен на сырье, торможения роста, концентрации финансовых рисков в этой группе стран.

**Мировая резервная валюта. Эпоха сильного доллара.** Как указывалось выше (п. 1.8), динамика курса доллара США к евро, к корзине основных мировых валют имеет свои собственные 15—17-летние циклы начиная с 1970-х гг. В 2000-х гг. находился в устойчивой длинной тенденции ослабления, после кризиса (2008—2013 гг.) — в коридоре. С точки зрения технического анализа и причинно-следственных связей, лежащих в основе циклического движения курса доллара США (п. 1.8), впереди его очередное длительное укрепление.

<sup>1</sup> Ожидается, что прогноз МВФ по Японии (сокращение доли инвестиций в ВВП) может не оправдаться.

1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

1.11. Среднесрочные тренды глобальных финансов 2015—2020 гг.

Таблица 1.15. Норма накопления

Группа стран / Страна	Инвестиции / ВВП, %						
	1995 г.	2007 г.	2010 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г. (прогноз)	2015—2019 гг. (прогноз)
Весь мир	23,5	24,6	23,7	24,5	24,5	24,8	25,0—26,0
Развитые экономики, в том числе	23,0	22,6	19,9	20,3	20,0	20,3	21,0—22,0
«Большая семерка»	22,6	21,7	18,9	19,4	19,3	19,7	20,0—21,0
США	21,2	22,3	18,4	19,0	19,3	19,8	20,0—22,0
Великобритания	17,2	18,2	15,0	14,7	14,5	15,0	16,0—18,0
Япония	28,1	22,9	19,9	20,8	21,0	22,2	22,0—23,0
Еврозона	20,8	22,7	19,2	18,4	17,8	18,0	18,0—19,0
Развивающиеся экономики, в том числе	26,0	29,5	31,0	31,5	31,6	31,9	32,0—32,5*
Развивающиеся экономики Азии	35,9	37,4	42,0	42,4	42,3	42,3	41,0—42,0
Китай	41,9	41,7	48,2	48,9	47,8	47,7	46,0—47,0
СНГ	25,3	26,6	22,5	23,8	23,1	21,4	21,0—22,0
Россия	25,4	25,4	21,7	23,6	22,6	20,5	19,7—20,0

\* Правильным был бы, по оценке, прогноз нормы накопления по развивающимся экономикам в 30—31% ВВП.  
 Источник: IMF World Economic Outlook Database October 2013. Investment, percent of GDP.  
 Данные на конец периода.

Это усиление доллара США начало зримо проявляться с весны 2014 г. Логика движения курса доллара США с 2008 г. соответствует постепенному повороту на укрепление курса этой валюты. Последствия такого поворота, если он состоится более определенно в 2015—2018/2019 гг. — глубокие изменения (падение) мировых цен на товарные и финансовые активы, потоков капитала, структуры финансовых рынков.

Прогнозируется, что к концу 2010-х гг. курс доллара США будет постепенно достигать своих вершин по отношению к евро / корзине мировых валют, а затем постепенно, подвигаясь к рубежу 2020-х гг., «заворачивать» к новому многолетнему удешевлению.

Базовый прогноз на 2015—2020 гг. учитывает курсовые динамики валют в 2013—2014 гг. В это время сложилась двухсекторная модель поведения курса доллара США. «Второй сектор» — особенная динамика курса доллара США к юаню.

В 2015—2020 гг. прогнозируется продолжение «двухсекторной модели» в динамике валютных курсов:

- укрепление (с периодическими стабилизациями, коридорами «без наклона») по отношению к евро и другим континентальным валютам; формирование нового разворота к ослаблению ближе к рубежу 2020-х гг.; всплески укрепления в моменты финансовых шоков, цепных реакций системных рисков;

- укрепление доллара США по отношению к большинству валют развивающихся стран;

- ослабление / коридор (без наклона) к юаню. Как следствие, получение преимуществ (выгоднее экспорт, менее прибылен импорт) в отношениях с топ-партнером США (Китай — примерно 14—15% внешнего товарооборота США).

Будут продолжать развиваться скрытые валютные конфликты: доллар США — евро, доллар США — иена, доллар США — юань. Продолжение многолетнего ослабления к доллару США большинства валют развивающихся стран.

**Золото.** Продолжит, при прочих равных, тенденцию к снижению стоимости вместе с другими металлами под воздействием тенденции к укреплению доллара США. Стабилизация цены при переходе к развороту на ослабление курса доллара США на переломе 2020-х гг. Всплески вверх цены на золото в моменты финансовых шоков, цепных реакций системных рисков.



**Денежная политика.** Базовая тенденция 2015—2020 гг. в денежной политике развитых стран — антициклическое притормаживание, с разными скоростями, по мере завершения посткризисного оздоровления экономик и выхода в режим выраженного роста (со вспышками денежных облегчений, прежде всего в еврозоне).

Продолжится осторожный (чтобы не вызвать финансовых шоков) уход Федеральной резервной системы (ФРС) из многолетней политики денежных облегчений.

И, наоборот, в 2015—2017 гг., по оценке, будет смягчаться денежная политика Европейского центрального банка (ЕЦБ). В 2009—2013 гг. политика ЕЦБ была более сдержанной, сверхосторожной, замороженной в сравнении с ФРС, став одной из причин долгового кризиса в еврозоне, ее замедленного восстановления после кризиса 2008 г. В 2014 г. в еврозоне появились признаки денежного разогрева. Возобновится рост монетизации экономики Великобритании как глобального денежного центра.

Япония — продолжение политики денежных облегчений и встроенной инфляции на заданном уровне, поддержанной налоговыми стимулами, но с нажатыми тормозами (совмещение более легких денег с политикой бюджетной консолидации (реструктурирование налогов, системы социального обеспечения, ограничения, урезания бюджетных расходов)).

Развивающиеся экономики будут демонстрировать букет денежных политик — от финансовых стабилизаций с тем, чтобы сбить инфляцию и нормализовать денежно-кредитную сферу, до имитаций политик индустриальных стран (денежные облегчения) или до еще более агрессивных денежных политик стимулирования экономического роста и модернизации (подражание азиатским экономикам, совершившим экономическое чудо).

Китай будет находиться между Сциллой и Харибдой. С одной стороны, продолжение, по необходимости, политики легких и дешевых денег, основанных на печатном станке, для поддержания темпов роста производства. С другой — все большее, по необходимости включение тормозов, политики финансовой стабилизации, предупреждающей / ограничивающей / снимающей перегревы, мыльные пузыри, сверхконцентрации кредитных и рыночных рисков в акциях, недвижимости и долговых портфелях корпораций. Все это — на фоне необходимых, пусть и очень осторожных, мелкими шагами подвижек к большей открытости счета капитала и,

возможно, к более свободному плаванию валютного курса юаня (что может добавлять риски и волатильность во внутренние финансы Китая).

Денежная политика будет в полной мере отражаться в динамике монетизации экономики крупнейших стран мира (табл. 1.16). Прогнозируется рост монетизации, переход ко все большей финансовой глубине.

**Процент.** Прогнозируемая тенденция в 2015—2020 гг. — рост процента в развитых странах в процессе антициклического регулирования (за исключением отдельных стран, которые будут продолжать экспериментировать с процентом, пытаясь оживить экономику). Зона отрицательного реального процента может сузиться.

В 2015—2020 гг. сохранятся многолетние различия в уровне процентных ставок между странами (табл. 1.17). Дифференциал процентных ставок может увеличиться по линиям США — еврозона (расхождение денежных политик центральных банков). В еврозоне они могут стать ниже в сравнении с США. Сохранится конфликт процентных ставок центральных банков по линии США — Япония (в Японии они ниже, одна из мер денежного облегчения, побуждения экономики к росту, противодействия усилению иены к доллару США).

Как обычно, в развивающихся экономиках будет формироваться более высокий уровень процента, отражая их более высокие риски и волатильность (табл. 1.17). Сохранятся исторические различия в уровне процента между ними и развитыми экономиками. По мере ухудшения финансового положения сырьевых экономик (на фоне низких цен на сырье) или возникновения перегревов и мыльных пузырей в быстрорастущих развивающихся экономиках их центральные банки будут неоднократно поднимать процент в попытках стабилизировать валюту и заморозить отток капитала.

**Бюджеты и государственные долги.** Базовая тенденция 2015—2020 гг. — оздоровление (два шага вперед, один шаг назад) государственных финансов в зоне индустриальных стран, притормаживание увеличения бюджетных дефицитов, приостановка относительного роста госдолга к размерам экономик. Все это станет результатом перехода к экономическому подъему и повсеместно принятых

1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

Таблица 1.16. Прогноз динамики монетизации по крупнейшим странам

Группа стран / Страна	Денежная масса / ВВП, %*									
	2002 г.	2007 г.	2010 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г. (прогноз)	2015—2020 г. (прогноз)			
США	73,7	83,0	88,2	91,8	92,0	93,0—94,0	95,0—105,0			
Великобритания	109,3	150,4	155,2 (2011)	153,0	147,1	140,0—145,0	150,0—170,0			
Япония	200,8	202,8	226,1	241,9	248,9	253,0—255,0	260,0—285,0			
Еврозона	75,0	94,0	98,3	100,2	99,8	101,0—102,0	103,0—110,0			
Китай	143,5	151,3	180,1	187,5	188,6	190,0—192,0	193,0—205,0			
Россия	23,9	42,8	51,4	51,8	55,8	57,0—58,0	60,0—70,0			

\* Широкие деньги / ВВП — Россия, США, Япония, МЗ/ВВП — еврозона, Деньги + Квaziденги / ВВП — Великобритания, Китай.  
 Источник: IMF International Financial Statistics 2003 — 2014. Данные на конец периода.

1.11. Среднесрочные тренды глобальных финансов 2015—2020 гг.

Таблица 1.17. Прогноз динамики процента

Группа стран / Страна	Судный процент по кредитам экономике, %*									
	2002 г.	2007 г.	2009 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г. (июнь)	2015—2020 г. (прогноз)			
США	4,68	8,05	3,25	3,25	3,25	3,25	3,5—6,0			
Великобритания	4,00	5,52	0,63	0,50	0,50	0,50	1,0—2,0			
Япония	1,87	1,88	1,72	1,38	1,27	1,25	1,0—2,0			
Еврозона	x	5,68	3,98	3,73	3,61	3,57	3,0—4,0			
Китай	5,31	7,47	5,31	6,0	6,0	6,0	5,0—7,0			
Россия	15,70	10,03	15,31	9,20	9,20	10,60	10,0—17,0			
				Ставка по государственным облигациям, %**						
США	4,61	4,63	3,26	1,71	2,75	2,60	3,0—4,0			
Великобритания	4,92	5,04	3,65	1,79	2,84	2,91	3,3—4,3			
Япония	1,25	1,65	1,34	0,76	0,64	0,56	0,5—1,0			
Еврозона	4,92	4,33	4,03	2,22	3,06	2,28	2,0—3,0			
Китай	x	x	x	x	x	x	x			
Россия	x	6,52	10,06	x	x	x	x			

\* Великобритания, Япония, Китай, Россия — Lending Rate, США — Lending Rate (Prime Rate), еврозона — Lending Rate (corporations, stocks, up to 1 year).

\*\*Government Bond Yield (Long-Term) — США, Великобритания, Government Bond Yield — еврозона, Япония, Россия.  
 Источник: IMF International Financial Statistics 2003—2014. Данные на конец периода.

программ бюджетной экономии (сокращения расходов и увеличения доходов бюджета, прежде всего неналоговых).

Может начаться ухудшение торговых балансов, государственных финансов, состояния госдолгов в группе развивающихся стран. Общая причина — циклическое укрепление доллара США, снижение цен на сырье, ребалансирование (rebalancing) мировой экономики. Специальная причина — рост политических рисков, кризисных точек, структурной перестройки в поставках сырья в странах Центральной и Восточной Европы.

Бюджетные риски в отдельных крупных странах (пример — Россия) повысятся (снижение мировых цен на сырье, рост вложений из бюджета в инфраструктуру, на покрытие убытков госсектора, на непроизводительные расходы).

**Мировые цены на товарные и финансовые активы.** С начала 2000-х гг. сырье стало финансовым товаром (детальный анализ проведен выше). Мировые цены формируются на биржах товарных деривативов Нью-Йорка, Чикаго, Лондона, Канзас-Сити и Миннеаполиса. Они очень зависят от доллара США, как мировой резервной валюты. Цены — в долларах, основная часть расчетов — в долларах. Когда курс доллара к евро падает, цены на нефть и другое сырье, при прочих равных, растут. Когда доллар укрепляется, наоборот, падают.

Как показано выше, у доллара с начала 1970-х гг. — длинные 15—17-летние циклы ослабления — укрепления. 2001 г. — первая половина 2008 г. — период благополучия для России (см. выше). Это время длительного ослабления доллара к евро, когда цены на нефть, газ, металлы, продовольствие, акции, недвижимость многократно росли.

После кризиса 2008 г. произошел постепенный циклический переход к укреплению доллара. В 2011 г. проявилась тенденция снижения цен на металлы. С 2011 г. алюминий, медь, золото, черные металлы стали намного дешевле. Медь — почти в два раза, алюминий, золото — на 40%, серебро — на 70%. С 2012 г. стали падать цены на зерно (примерно на 45%). С лета 2014 г. резко снизились цены на нефть и газ. Цены на нефть сегодня в два раза ниже, чем год назад. Все это — товары российского экспорта.

Прогнозируется, что тенденция укрепления доллара США к евро / корзине мировых валют будет продолжаться в 2015—2018/2019 гг., после чего могут проявиться признаки поэтапного

поворота доллара США к циклическому ослаблению. Впереди — «эпоха сильного доллара».

В свою очередь, при прочих равных, это означает в ближайшем будущем «территорию низких цен» на сырье. В 2015—2018/2019 гг. высока вероятность дальнейшего понижения цен до 70—80% от уровня конца 2014 г. или, по меньшей мере, стабилизации их на действующих ценовых уровнях, несмотря на рост спроса, связанный с оживлением мировой экономики.

Причины — давление на цены на сырье со стороны доллара США, как на товары на финансовых рынках; диверсификация источников сырья, особенно в Европе; рост предложения, превышающего спрос, относительный избыток сырья; превращение США в экспортера энергоресурсов; усиление регулирования в промышленных странах рынков товарных деривативов; притормаживание роста в азиатских экономиках. Все в большей мере понижательная динамика цен на сырье может связываться с техническими инновациями (в добыче и потреблении сырья).

**Интервенционизм.** Как и в 2013—2014 гг., в глобальных финансах будет продолжаться конфликт между попытками содействовать оживлению деловой активности средствами мягкой денежной политики (запуск печатного станка (денежные облегчения)), сверхнизкого процента (отрицательный с учетом инфляции) и регулятивным прессом, под действием которого ограничивается способность и стимулы финансовых институтов к кредитной экспансии и расширению инвестиций.

Тенденция к либерализации финансов, к финансовой глобализации будет возобновляться крайне медленно, как и в 2013—2014 гг. Финансовые системы будут во многом продолжать действовать как репрессированные (усиление административного пресса в ущерб невидимым силам рынка). В то же время будет происходить расширение рыночности в финансах Китая как глобального игрока (дальнейшее внедрение юаня в мировой финансовый оборот).

#### **Итоговый вектор**

Конечное направление, в котором будут двигаться глобальные финансы в 2015 г., будет складываться как равнодействующая нескольких сил:

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

— выздоровление глобальной экономики, начало подъема в очередном длинном экономическом цикле;

— укрепление доллара США как возможная устойчивая тенденция в долгосрочных 15—17-летних циклах колебаний курса доллара США к корзине мировых валют; давление вниз на мировые цены товарных и финансовых активов, которое оказывает усиление доллара США как мировой резервной валюты;

— перегрев рынка акций США, шоки при выходе из режима денежных облегчений (если этот выход начнет происходить), разбалансированность, деформации глобальных финансов, встроенная в них высокая волатильность;

— сезон низких мировых цен на сырье, дестабилизирующих финансовые системы сырьевых развивающихся экономик;

— усиление рисков кризисов и ухудшение финансового состояния в группе развивающихся экономик, особенно в России и регионе стран СНГ и Восточной Европы;

— усиление регулирования, «репрессивных элементов» в финансовых системах, направленное на снижение кредитного рычага и ослабление способности рынков к перегреву.

В 2015—2020 гг. у государств и центральных банков, как и в 2012—2014 гг., меньше пространства для маневра, меньше ресурсов для того, чтобы отвечать на финансовые шоки. Все эти годы (2008—2014 гг.) они работали в режиме медицины катастроф. Лечили экстремальными средствами — печатным станком (эмиссия, денежные облегчения), сверхнизким процентом, национализацией финансовых институтов и компаний реального сектора, покрытием их убытков за счет бюджета. Взрывным образом нарастили дефициты бюджетов и государственные долги, затем начали бороться с ними, ограничивать государственные расходы. Ужесточили регулирование, чтобы не допускать перегрева рынков, притормаживать финансовые институты в спекулятивном, сверхрискованном расширении активов и операций, но создали новый мыльный пузырь на рынке акций США. Собрали небольшие стабилизационные фонды, чтобы в случаях специальных ситуаций не зависеть только от финансовой помощи МВФ.

Но, с другой стороны, главным ресурсом 2015—2020 гг. может стать выход индустриальных стран на более уверенную траекторию роста, когда в этой атмосфере подъема и прилива денег и инвестиций финансовые системы проскакивают мимо шоков и стрессов,

## 1. Развивающиеся рынки в долгосрочных трендах глобальных финансов

которые для них могли бы стать началом цепной реакции системного риска и ухода в кризис.

В этом и есть главная надежда на возникновение в 2015—2020 гг. большей стабильности глобальных финансов, чем в любой из прошедших 2009—2014 гг. Вероятность такого развития событий — и такого результирующего вектора будущих финансовых динамик — высока.

## 2

### Россия в структуре глобальных финансов. Тренды и сценарии будущего

2.1. Российская экономика: точка отсчета / 2.2. Финансовый рынок: исходные позиции и вызовы / 2.3. Макроэкономические и финансовые сценарии 2015—2025 гг. / 2.4. Сценарии внешней политики: на макроэкономическом перекрестке / 2.5. Будущее российских финансов 2015—2025 гг. Отражение глобальных и внутренних трендов / 2.6. Программа финансового форсажа для России

#### 2.1. Российская экономика: точка отсчета

##### Реальность — 2014

Что такое российская экономика? Доля России в мировом ВВП с 2000 по 2013 г. выросла с 0,8 до 2,8% (в текущих ценах, в долл. США). По размеру ВВП — 9—10-е место в мире. При измерении ВВП по паритету покупательной способности доля России в мировом ВВП составила 3,2% в 2000 г., 3,4% в 2013 г.<sup>1</sup>

В ближайшие годы эта доля, по оценке, будет сокращаться (падение мировых цен на сырье, кризис, девальвация рубля).

Россия находится в среднем кластере развивающихся экономик / формирующихся рынков (emerging markes), перебравшись в него в начале 2000-х гг. из рынков на фронтире (frontier markets). Занимает 55—57-е места в мире по объему ВВП на душу населения (2013). Этот показатель будет также ухудшаться в ближайшие годы.

Благодаря исключительному по величине росту цен на сырье в 2000 — первой половине 2008 г. Россия стала гигантским производителем сырья и продуктов его первичной переработки. Страна занимает в мире по производству нефти — 1—2-е места; алмазов — 1-е место; природного газа — 2-е место; ячменя — 1-е место; алюминия — 2-е место; титана — 2-е место; золота — 3-е место; серебра — 4-е место; стали — 5-е место; пшеницы — 5-е место; ржи — 2-е место; лесоматериалов — 6-е место; меди — 7-е место; цинка — 11-е место; 2-е ме-

<sup>1</sup> IMF Economic Outlook Database. October 2014.

сто по экспорту вооружений; один из крупнейших производителей минеральных удобрений (2012—2014 гг.).

Вместе с тем это экономика 1 (одного) трамвая и 4 (четырех) троллейбусов в месяц. Великая промышленность России производит в год 1 (одно) пальто на 140 человек, 1 (одну) пару трикотажных носков / колготок на одного человека, 1 (одно) платье на 20 женщин, 1 (одну) пару брюк на 12 человек. Все это следует из публикаций Росстата 2014 г.

Это экономика, потерявшая за четверть века сотни научных школ и ставшая тем, что называется «обмен сырья на бусы». Ставшая критически зависимой от импорта: «Станкостроение (доля импорта в потреблении, по разным оценкам, более 90%), тяжелое машиностроение (60—80%), легкая промышленность (70—90%), электронная промышленность (80—90%), фармацевтическая, медицинская промышленность (70—80%), машиностроение для пищевой промышленности (60—80%)». Это оценка замминистра Минпромторга<sup>1</sup>. «Доля импорта во внутреннем потреблении составляла в 2011—2012 гг. 62—66% по горячекатаному листовому прокату, 84,4—91,6% по холоднокатаному листовому прокату и 36,2—48% по сортовому прокату»<sup>2</sup>. Доля импорта в товарных ресурсах розничной торговли — 42%<sup>3</sup>.

Это экономика «слонов», олигополий. В щели между ними еле-еле пробивается средний и малый бизнес. С минимумом инноваций, с редкими — на пустынном поле — «газелями», стартапами, «быстрорастущими», «высокотехнологичными» малыми компаниями. Их крайне недостает, чтобы создать индустрию венчура, финансовые рынки компаний с малой капитализацией. Экономика огосударствленная, зависящая от госзакупок, с участием государства в собственности и бизнесе, достигающем 50—70% по разным сегментам.

Развивающаяся экономика, находящаяся — по всем параметрам — в среднем кластере себе подобных. Со сверхконцентрированной собственностью. Каждый бизнес — под контролем 1—5 владельцев. При минимуме участия в капиталах населения.

<sup>1</sup> Интервью с С. Цыбом // Российская газета. 2014. 5 авг.

<sup>2</sup> Приказ Минпромторга от 5 мая 2014 г. № 839.

<sup>3</sup> Росстат. Единая межведомственная информационно-статистическая система. Показатель «Доля импорта в товарных ресурсах розничной торговли (Российская Федерация)». Выборка 2005—2014 гг.

Средний кластер. Продолжительность жизни — 123-е место в мире (ВОЗ, 2012). В Китае живут на пять лет дольше, чем в России. Уровень человеческого развития — 57 место, Куба — 44-е (ООН, 2014). По конкурентоспособности — 64-е место (ВЭФ, Global Competitiveness Index 2013—2014).

Уникальная офшоризованная экономика, в которой произошел перенос собственности, держаний активов, денежных потоков, прибылей, обязательств в офшоры. Причина — высокие риски и регулятивные издержки, тяжелое налоговое бремя. Нет другой экономики, в которой бы 70—80% прямых иностранных инвестиций, входящих и выходящих, шли бы через офшоры (IMF CDIS). Следствие — превращение внутреннего хозяйства в операционный центр, в своеобразный цех, где прибыли концентрируются где-то за рубежом, а то, что остается внутри страны, — просто предмет торга между властями, бизнесом и населением.

Это падающая экономика, находящаяся под сильнейшим внешним давлением.

### Риски технологического коллапса

Четверть века мы теряли технологии, научные школы. Теряли продукцию. Мы делаем один трамвай на всю страну.

В России довольно новое оборудование. Средний возраст машин и оборудования в России — 11,2 года (Росстат, 2013 г.). Модернизация состоялась! Но, в основном, за счет импорта. Как и в 1930-е гг., сырье обменивалось на станки и оборудование. Правда, в отличие от наших отцов и дедов, мы не купили себе способности «производить средства производства». Доля импорта в станкостроении — более 90%, в тяжелом машиностроении — 60—80%, в электронной промышленности — 80—90% (Минпромторг, 2014).

Это значит, что способность удерживать технологический уровень экономики России, хотя бы в состоянии 2014 г., на 80—90% зависит от а) импорта сервисов (обслуживание, ремонт) и б) замещающих поставок из-за рубежа по мере морального и физического износа всего, что сейчас качает нефть, льет металл, рубит, вытачивает и строгают.

У нас сложилась модель экономики «обмена сырья на бусы». Даже с Китаем. Легкость и дешевизна приобретения оборудования (при переоцененном рубле до 2014 г.) вытесняла научные школы,

убивала собственные технологии, резко упрощали номенклатуру продукции. И это происходило четверть века.

Но мы находимся под «технологическим бойкотом», под санкциями. Импорт машиностроительной продукции из дальнего зарубежья будет снижаться каждый месяц. Есть эффект «круги по воде». Даже те сделки, которые могли бы состояться, находятся вне режима санкций, не подписываются, потому что западная сторона «беспокоится». Кому нужны эти риски, этот контроль, эта потенциальная возможность того, что, сам не зная того, что-то нарушишь, а вдруг эта технология двойного — не только гражданского, но и военного — назначения, а вдруг это попадет в Крым и т.п.

Где же взять новое оборудование и технологии, когда и Германия, и США, и ЕС — технологические санкции. Нам говорят — в Азии, в Китае, Японии, Южной Корее. Но будут ли это технологии и оборудование первой руки? Не получим ли вторичные, третичные копии, тем самым закладывая еще большее отставание от США и ЕС? Мы аккуратно повторяем с Китаем модель взаимоотношений с Западом — сырье в обмен на продукцию с высокой добавленной стоимостью.

Да и получим ли, учитывая, что Япония и Южная Корея — под военным зонтиком США, а Китай входит в тройку крупнейших торговых партнеров США и находится с этой страной в стратегическом диалоге.

И все-таки, может быть, риски технологического коллапса, превращения в «Большой Иран» преувеличены? Страна, которая по-прежнему в космосе и собирается лететь на Марс, страна, устойчиво занимающая 2-е место в мировом экспорте вооружений, ведь это высокотехнологичная страна, опирающаяся на способность самостоятельно все это делать, своими руками, своими мозгами, разве не так? Какова зависимость от чужих технологий?

### Оборудование

«Станкостроение (доля импорта в потреблении, по разным оценкам, более 90%), тяжелое машиностроение (60—80%), легкая промышленность (70—90%), электронная промышленность (80—90%), фармацевтическая, медицинская промышленность (70—80%), машиностроение для пищевой промышленности (60—80%)... Во многих стратегических отраслях промышленности доля потребления

импорта оценивается на уровне более 80% и создает потенциальную угрозу ... для национальной безопасности...»<sup>1</sup>.

### Инструмент

«Новейшее оборудование, поставляемое на предприятия ОПК (оборонно-промышленного комплекса), практически на 100 процентов оснащено импортным твердосплавным инструментом. А инструмент — это «хлеб» промышленности»<sup>2</sup>. Импортным! Инструментом! Оборонка!

### Металл

«Массовая» доля импорта металлопродукции — 8—15%. По отдельным видам — на порядок выше. «В I полугодии 2014 года доля импортной продукции в общем объеме потребления нержавеющей стали в России выросла до 68%» (ассоциация «Спецсталь», [www.ms.ru](http://www.ms.ru)). «Доля импорта во внутреннем потреблении составляла в 2011—2012 гг. 62—66% по горячекатаному листовому прокату, 84,4—91,6% по холоднокатаному листовому прокату и 36,2—48% по сортовому прокату»<sup>3</sup>.

Этих историй можно приводить тысячи для каждой отрасли.

### Большая Деиндустриализация

Она произошла прежде всего в «производстве средств производства для производства средств производства». Старое, доброе марксистское именование станков, оборудования, инструмента, технологий.

В России производится 150—250 шт. металлорежущих станков в месяц, 200—250 шт. кузнечно-прессовых машин, чуть больше 500 шт. деревообрабатывающих станков (Росстат). Не тысяч штук, а просто штук. В 1970-х гг. станки делали по двадцать с лишним тысяч штук в месяц.

Нельзя обойтись без цитаты. «Парк механообрабатывающего оборудования, обеспечивающий российское машиностроение, с

<sup>1</sup> Российская газета. 2014. 5 авг. <http://www.rg.ru/2014/08/05/zameshenie.html>.

<sup>2</sup> Отчет о заседании Комитета по станкостроительной и инструментальной промышленности Союза машиностроителей России. 22 октября 2014 г.

<sup>3</sup> Приказ Минпромторга от 5 мая 2014 г. № 839.

1990 года сократился примерно на 1 млн единиц и составляет сегодня около 1,3—1,5 млн единиц. В среднем за указанный период ежегодно из парка оборудования было выведено более 60 тыс. станков. Возраст более 50 процентов оборудования превышает 20 лет и скоро перейдет или уже перешел критическую отметку в 26 лет, которая соответствует 100-процентному физическому износу оборудования... В последние годы быстро росла доля импорта во внутреннем потреблении станков и инструмента, достигающая сегодня почти 90 процентов»<sup>1</sup>.

Итак, 1,3—1,5 млн единиц, 50% оборудования — возраст больше 20 лет, ежегодно выбывает 60 тыс. станков (2011 г.). Производство (2014 г.) — 6—7 тыс. станков в год. В 10 раз ниже минимальной потребности. Доля импорта — 90% (2011 г.). Все покрывается импортом.

## 2.2. Финансовый рынок: исходные позиции и вызовы

В начале 2000-х гг. рост мировых цен на нефть и другое сырье резко улучшил финансовое состояние России. Несмотря на то что Россия из года в год (кроме 2006—2007 гг.) была страной — экспортером капиталов, «золотая пыльца» неизменно оседала во внутренней экономике. Монетизация в 2007—2009 гг. достигла 45—49%. Высокие цены на сырье поддержали эту тенденцию в 2010—2013 гг. (индикатор «Денежная масса / ВВП» составил 55—59%).

Финансовая система России в 1990—2000-е гг. продвинулась по шкале зрелости, став типичным развивающимся рынком, находящимся на срединной позиции (по финансовой зрелости) по отношению к другим подобным рынкам (их 70—80). Российский финансовый рынок — диверсифицированная, многоуровневая профессиональная система. Это — перспективный рынок в 2000-х гг., отличавшийся высокими темпами динамики и роста операционной способности. Модель рынка — континентальная, с вкраплениями англосаксонской модели. Российская биржевая инфраструктура — одна из крупнейших в мире. Сырьевые деньги обеспечили в 2000-х гг. оздоровление сферы государственных финансов. Технологии финансового рынка — на современном уровне, ничуть не хуже западных рынков.

<sup>1</sup> Подпрограмма «Развитие отечественного станкостроения и инструментальной промышленности на 2011—2016», утвержденной постановлением Правительства РФ от 1 июля 2011 г. № 531.

Дальше начинаются «но».

У нас низкая финансовая глубина. Монетизация («Широкие деньги / ВВП») — 52—55% ВВП (2013 г.). Наши финансы — «пассивный» объект, поведение которого определяется (с кратным усилением) воздействием глобальных факторов. Их здоровье, динамика, цены на финансовые активы глубоко зависят от нерезидентов, от мировых цен на нефть, газ, металлы.

Российский рынок — на периферии глобальных финансов. Доля России в глобальных финансовых активах ниже, чем ее роль в международной экономике (доля в мировом ВВП). Не превышает 1—1,5%. Крайне ограничена и стала сокращаться сфера международного использования российского рубля. Финансовые рынки мира низко оценивают уровень экономического и финансового развития России, конкурентоспособности ее финансового сектора. Велик страновой риск, на который ориентируются глобальные инвесторы.

Сохранилось свойство российских финансов демонстрировать экстремально высокие колебания в ликвидности, капитализации, проценте, валютном курсе, покупательной способности рубля, глубокую, «рычажную» зависимость от динамики глобальных финансов.

Двузначный процент, высокая инфляция, низкая финансовая глубина, зависимость от финансовых потоков нерезидентов, склонность к «финансовым инфекциям», передаваемым с двукратным усилением, регулярные экстремумы в финансовой динамике, создаваемые потоками «горячих денег». Один из самых высоких в мире уровень процентной маржи. Низка насыщенность кредитами. Традиционно невыносима для бизнеса цена денег. В экономике встроена высокая немонетарная инфляция.

После 2008 г. все более проблемными становятся государственные финансы (дефицит бюджета, долги регионов, сжатие социальных /гражданских расходов, мегапроекты). Налоговая нагрузка в 37—40% ВВП сопоставима с развитыми странами ЕС (континентальная модель), растущими с темпами 0,5—1% в год. Дефицитны налоговые стимулы роста и модернизации.

Двадцать лет (кроме 2006—2007 гг.) в России — чистый вывоз капитала. Значительная часть российских финансовых активов, собственности, денежных потоков — за рубежом. В России создана уникальная по офшоризации экономика. Уходят длинные деньги



государства и частных владельцев, а взамен поступают горячие / спекулятивные деньги.

В основе российского финансового рынка — спекулятивная модель с ограниченной способностью к инвестициям, к финансированию экономического роста и инноваций. Огромен потенциал carry trade — классического механизма запуска финансовых кризисов.

Капиталы и ресурсы финансовых институтов ограничены. Финансовый сектор — по сути, нерыночная среда. Он сверхконцентрирован (5 банков — 50% банковских активов, 20 банков — 75%, 60—70% денежных ресурсов в Москве), имеет упрощенную структуру (более 90% финансовых активов — коммерческие банки). В экономику встроена высокая немонетарная инфляция.

Что еще? Финансовые институты вымирают. Численность банков, страховых компаний, пенсионных и инвестиционных фондов, брокеров — дилеров сокращается со скоростью 8—10% в год. Схлопывается пузырь из микрофинансовых организаций (их было создано несколько тысяч).

Деформации и проблемы рынка, модель экономики, в которой он существует, делают его одним из самых рискованных в мире. Зашкаливают системные риски рынка. Его участие в финансировании экономического роста невелико.

Детальный анализ российского финансового рынка, его качественных и количественных характеристик см. в книгах автора<sup>1</sup>.

Финансовое будущее мира основано на длительных циклах; темпы обновления технологий, видимо, ускоряются; резко возрастают риски, сложность и степень интеграции мировой экономики и глобальных финансов как системы; все более глубоким и конкурентным будет финансовое развитие; будут расширяться «высокие финансы»; нарастают риски нестабильности, связанные с инновациями (кризис за кризисом). Чтобы справиться с этими вызовами, на горизонтах до 2035 г., вместо сверхконцентраций XX в. возникают трехуровневая, мультиполярная архитектура глобальных финансов, многоуровневая система их регулирования.

<sup>1</sup> Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, 2002; Миркин Я. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: Кнорус, Гелеос, 2011; Миркин Я., Кудинова М., Левченко А., Бахтараева К., Жукова Т., Бунатян А. Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика. М.: Магистр, 2014; Миркин Я. Финансовый конструктивизм. М.: Лингва-Ф, 2014.

В этом новом мире России нужно найти свое место. Конечно, Россия всегда будет финансово заметна. Но можно пытаться стать значимей, получить больше денег, инвестиций для развития. Мир глобальных финансов — жесткий, конкурентный. Это мир больших финансовых машин. И тот, кто отстает в финансовом развитии, в «высоких финансах», неизбежно будет терять и теряться в этом мире, уходя в дефицит капиталов, нестабильность и кризисы.

Вызов очень прост. Или Россия создаст свою собственную «сверхбольшую» финансовую систему, чтобы догнать в финансовом развитии несколько десятков стран, опережающих ее именно в этом, и докажет свое значение регионального «финансового ядра», центра концентрации капиталов для «ближнего зарубежья» (и, может быть, пойдет еще чуть дальше), или же опустится «этажом ниже» в финансовой архитектуре мира.

### 2.3. Макроэкономические и финансовые сценарии 2015—2025 гг.

То, что будет происходить с отечественными финансами, будет полностью определяться сценариями изменений в российской экономике (которые, в свою очередь, могут «подстегиваться» процессами в финансах).

Сценарий деформаций, подобных тем, то происходили в начале 1990-х гг. в бывшем СССР, не рассматривается.

*Сценарий «Цунами».* Вероятность — 10—15%. Внешний удар (доллар до 1,0—0,95 к евро, цены на нефть до 25—30 долл. за баррель, финансовая инфекция от шока на рынке акций США, приступ долгового кризиса в Европейском союзе или иного системного риска). Обострение кризиса внутри России, политический шторм, замыкание, антизападничество, маргинализация идей, уход в «башню из слоновой кости». Бойкот, страна-изгой. Похоже на то, что марксисты называли азиатским способом производства. «Большой Иран».

Страна раритетной техники. Милитаризованная экономика, существующая по формуле: сырьевая + аграрная + военная. Морально устаревающая страна. Негативный кадровый отбор. Сверхвысокие политические риски. Страна-надлом.

Попытка «рвануть вперед» (ежегодный рост ВВП на 5—7%, норма накопления — до 30—35% (сегодня — 19—20% ВВП), бум

военных расходов, мегапроектов). Упрямая лбом в технологический тупик / бойкот. Техническое отставание до 30—40 лет. Рост конечного потребления государства до 20—22% ВВП (сегодня — 18% ВВП). Сокращение потребления домашних хозяйств. Опустынивание полок магазинов.

На горизонте в 5—10 лет — резкое замедление экономики до 0—2% (или минуса).

Печатный станок. Дефицит бюджета покрыт нерыночными кредитами / займами Банка России. Фиксированный валютный курс. Замораживание цен. Возникновение продуктового дефицита. Дальнейшее огосударствление. 80—90% экономики — в руках государства. Сжатие финансового рынка в десятки раз. Неконвертируемая валюта, закрытый счет капитала. Снижение производительности труда и реальных доходов населения<sup>1</sup>.

*Второй сценарий. Замороженная экономика.* Вероятность — 45—50%. Полузакрытая стагнационная экономика с устаревающими технологиями, с большими амбициями и со все большей концентрацией сил и средств в ВПК. Стабилизация на более низком уровне. Все процессы заморожены, за граница заинтересована — лишь бы не было хаоса, вспышек риска, потихоньку сокращает зависимость от России как якорного поставщика сырья. Типичная латиноамериканская экономика, со сверхвысокой концентрацией собственности, огосударствлением, избыточными регулятивными издержками. Полурыночная среда, олигополии.

На горизонте в 5—10 лет? Технологическое устаревание, год от года. Дальнейшее упрощение структуры экономики. Деиндустриализация. Естественно, низкие темпы роста в 0—2%. Норма накопления — 18—24% ВВП. Волатильность экономики. То резко вниз, то прыжком вверх вслед за мировыми ценами на сырье, динамикой мегарасходов в России (ВПК, мегапроекты).

Вечные скачки курса рубля, условно говоря, от 40 до 100 руб. / долл. и ниже. Ежегодно заносимые финансовые инфекции, шоки. Финансовые рынки, капитализация пляшут от плюс 20—30% до минус 20—30%. Холодные, спекулятивные рынки. Рост рисков неконвертируемости рубля, закрытия счета капиталов (полного или частичного). Низкая монетизация (M2/ВВП) — 40—55% ВВП, кредиты — 35—45% ВВП. Процент — выше 10—20%.

<sup>1</sup> Миркин Я. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: Кнорус, Гелеос, 2011. С. 411—414.

Инфляция вечно стремится за 10%. Встроенный немонетарный рост цен. Высокое налоговое бремя. Доходы правительства / ВВП — 36—40% и выше. Конечное потребление государства — 17—19%. Редкие острова иностранных инвестиций в сырьевые проекты. «Опустынивание», утечка мозгов, капиталов, низкий рост производительности труда, «замораживание» реальных доходов населения.

Рапорты о трудовых победах и успехах экономики. Сползание к дестабилизации в будущем.

*Третий сценарий. Управляемый холод.* Вероятность — 30—35%. Замена большинства управляющих во всех эшелонах власти, приход команд спасения в минуты роковые — молодых технократов под лозунгом рациональности, развития, модернизации. Кадровые перестановки в рамках неизменной системы ценностей и вертикали власти. Аналог — Испания Франко середины 1950-х — начала 1960-х гг.

Последствия — менее однозначный, более хитрый, но аналог второго сценария. Та же модель экономики, с элементами модернизации, реконструкции, новыми деталями. Эффективность — чуть выше, волатильность — чуть мягче, сползание к дестабилизации в будущем — чуть замедленное.

*Четвертый сценарий. Внезапный поворот.* Вероятность — 5—10%.

Попытка сделать собственное экономическое чудо, уйти в финансовый форсаж, совершить максимум для того, чтобы высвободить энергию бизнеса и среднего класса, создать все, чтобы центром экономической политики было качество и продолжительность жизни в России, рост имущества семей из поколения в поколение.

Другая риторика. В экономике — быть «либеральнее самых либеральных». Тезис для тех, кто снаружи — «ведь у нас очень либеральная, проевропейская страна». Политика дешевого кредита, дешевого процента, умеренно заниженного валютного курса рубля, сильных налоговых стимулов за рост и модернизацию, сокращения налогового бремени, урезания регулятивных издержек, подавления немонетарной инфляции, сильного антимонопольного регулирования, максимума льгот для среднего и малого бизнеса, в пользу роста активов среднего класса.

В политическом плане новый взгляд на эволюцию Европы (мост ЕС + Россия = интегрированная экономическая система).

Замораживание внеэкономических конфликтов. Курс США и Германии на реальную интеграцию России. «Вбирание» России как противовес радикализму, набирающему силу на Востоке.

Выход на устойчивую, долгосрочную траекторию роста в 5—8%. Норма накопления — 30—34% ВВП. Рост — все менее сырьевой. Новая индустриализация. Активный трансфер технологий и мозгов в Россию.

Налоговая нагрузка — 28—32% ВВП, конечное потребление государства — 14—15% ВВП. Монетизация (M2/ВВП) осторожно растет с 40—45% до 80—100%. Насыщенность кредитами до 70—80%. Инфляция, процент снижаются до 2—4%. Валютный курс — стабилизация сначала в районе 65—67 руб./долл., затем все медленней, в меру ослабления инфляции, годами ползет ниже к 70—90 руб./долл. и т.д. Рубль — «умеренно ослаблен» к доллару и евро. Капитализация рынка акций — до 100—120% ВВП. Огосударствление падает с 50—60% до 20—30% экономики. Взрывной рост прямых иностранных инвестиций. Доля инвестиций через офшоры сокращается с 70—80% до 20—30%. Уверенный рост доли среднего и малого бизнеса в ВВП, производительности труда, реальных доходов. Россия — чистый экспортер капитала становится на 10—15 лет чистым импортером капитала, прежде всего в части прямых иностранных инвестиций.

Только четвертый сценарий смешивает все карты на столе. Он дает возможности смягчить, а в будущем урегулировать геополитические конфликты. Он создает ту энергетику в России, которая «съедает» все риски, оставляет людей и капиталы дома, собирает вокруг Москвы бизнесы и государства и делает невозможной саму мысль об отъезде. Из удачного проекта не уходят и не уезжают. В него стремятся.

Первый — третий делают экономическую и социальную стабильность все более хрупкой с годами. Заранее известно, что неизбежны ее сломы. Если не сегодня, то через пять лет. Не через пять, так через десять. По статистике, в развивающихся экономиках кризисы происходят с частотой 1—2 раза в 10—15 лет. Особенно когда страна так зависит от курсов иностранных валют, от мировых цен на сырье, от доступа к импорту технологий. И при этом находится под внешним идеологическим и силовым давлением, набирающим обороты.

#### 2.4. Сценарии внешней политики: на макроэкономическом перекрестке

Хитрость, искусство дипломатической игры, способность заставить считаться с собой — у всего этого во внешней политике есть пределы. Все, что может ужасать или восхищать партнеров, находится в пределах тех ресурсов, которые доставляет экономика страны.

Внешняя политика Китая при ВВП на душу населения в 307 долл. (1980 г.)<sup>1</sup> не может не отличаться от того, как Китай ведет себя на глобальной арене, когда сегодня этот показатель достиг 8300 долл. (прогноз на 2015 г.) и впервые пересечется с Россией. Китай 1980 г., формирующий 2,7% мирового ВВП (1980 г.), и Китай, весящий 15,5% ВВП всего мира (прогноз 2015 г.), — разные фигуры в геополитике.

Эта азбука часто забывается. Преувеличенные представления об экономической мощи, великости размеров, прошлая слава, число всего того, что бьет, летит и поражает, — все это может туманить головы от мала до велика, заставляя того, кто должен сберегать силы и быть осторожным на длинных дистанциях, безудержно бросаться вперед, как будто его силы и влияние неисчислимы. Экстремальность внешней политики, личные амбиции тех, кто принимает решения на уровне макро, способны довести напряжение слабой или даже растущей экономики до предела, вызвав ее быстрое разрушение или подтолкнув к угасанию десятками лет. Примеров этому в мировой истории сколько угодно.

Рационально считать, что в 2015—2025 гг. сценарии внешней политики будут во многом производны от макроэкономических сценариев, хотя одновременно будут оказывать на них существенное влияние, создавая новые возможности для того, чтобы Россия «двинулась» по той или иной дорожке, или же ограничивая или даже закрывая их.

*Сценарий «Цунами».* Новая холодная война, гонка вооружений, но опираясь на значительно меньшие ресурсы и сферу влияния, чем СССР. Воинственная риторика, яркий антиамериканизм. Пытается создать мировую сеть военных присутствий. Булавочные уколы, дипломатия канонеров, риски случайных прямых столкновений, прямые линии, переговоры о разоружении, запрещениях и

<sup>1</sup> IMF World Economic Outlook Databases, October 2015.

предупреждения. Демонстрации силы, втягивание в региональные, точечные конфликты. Главная политика — ядерное сдерживание. Дипломатия — ее оболочка.

Россия обложена санкциями, запирающими ее в собственном доме. Мир белого и черного. Мир империй зла и добра. Россия теряет влияние в постсоветском пространстве, расширяет связи с государствами, находящимися в самых напряженных отношениях с Западом.

Работа с партиями крайне правого или левого спектра. Изображение мини-СССР начала 1980-х гг.

Эта политика имеет жесткие экономические границы. Ее «не потянуть» — ни по уровню технологий, ни по человеческому капиталу и материальным ресурсам. Стремительно устаревающая, милитаризованная экономика после четверти века утечки мозгов и утраты научных школ. Перекрыт доступ к новым технологиям и оборудованию. Прямая изоляция.

Результат — надлом, конфликт, риски распада, угроза лобовой войны на изломе.

*Замороженная экономика.* Оттенков в российской политике многим больше. Она — смешанная. В ней — 40—50% от первого сценария (см. выше), а на 50—60% — остатки интеграции 1990—2000-х гг., мотивы экономической экспансии (ЕАЭС, поворот на Восток), удержание ниши в G-20 и в системе глобального регулирования (финансы, торговля, налоги, климат, Арктика и т.п.), «холодный мир» с ЕС (ключевой клиент российской экономики), посыпание «песка под ногами США» в любых возможных точках, минимальное, холодное партнерство с США там, где интересы совпадают. Мучительные попытки перетянуть на себя Китай, опровергаемые самой природой этого существа.

Игра в великую державу. Политика треугольников, четырехугольников, любых мини-союзов, в которых дружат против кого-то. Дипломатия клинчев в щели. Поиск «несимметричных ответов» — точечных ударов, неожиданных ходов, как рычагов для достижения целей малыми силами. Рекультивация идей 1970—1980-х — «разрядка», «паритет».

Дефицит идеологии, идей, которые можно было бы экспортировать из России. Православие, особая цивилизационная роль, примитивно толкуемое евразийство как способ отгородиться, изоляционизм от Запада — все это экспортные товары ограниченного применения. Спецпропаганда — во всей своей красе.

Попытки использовать еще советские опорные площадки, с которых осуществлялось влияние (арабский мир, Латинская Америка), апеллировать к XIX в. (панславизм), традиционным связям (Индия, Африка и т.п.). В повороте на Восток, в разной степени близости и диалогах с Китаем и другими индустриальными государствами Азии под оболочкой геополитики будет все больше скрываться обмен сырья на бусы, а лучше — сырья на технологии и оборудование. Чем дальше от экономики, тем формальнее будут союзы и партнерства, основанные на остатках российской влияния.

Самый широкий промышленный шпионаж, чтобы возместить дефицит идей и инноваций.

Всему этому будет решительно мешать дефицит ресурсов и российская экономика. Если бы она росла до 3—5% мирового ВВП, успешно бы проходила все стадии открытости и модернизации и если бы, глядя на нее, разгорался аппетит у любого глобального инвестора, то все эти танцы встречали бы возрастающий интерес и уважение в мире.

Но стагнирующая, устаревающая экономика, с ядерной дубинкой, активная пожилая дама, вечно пытающаяся у кого-то что-то выиграть, а с кем-то станцевать в обнимку или даже соблазнить — фигура активная, провокативная, но встречаемая в мире с уважением лишь пока в ридикюле у нее есть чем оглушить и пока с нее еще что-то можно взять.

А что взять? Сырье, оружие, деньги, желательно в долг, который можно списать.

Все это внешняя политика перенапряжения, которая, как и в первом сценарии, неизбежно, пусть и на более дальних расстояниях, приводит российскую экономику к милитаризации и надлому. Тем более что политика США и ЕС в этом сценарии — это мягкая изоляция, уход от сырьевой зависимости от России, прорывающаяся конфликтность, огораживание, отбуксировка ее в док, пока естественная ржавчина и закрытость не съедят все то, что гарантировано в ответ уничтожает.

И, как и в первом сценарии, огромные, постепенно нарастающие риски прямого столкновения.

*Управляемый холод.* Похоже на политику Франко конца 1950-х гг., поддержанную США и Европой (этому есть документальные свидетельства). Именно тогда были заложены основы экономического чуда в Испании эпохи «после Франко».

Внешняя политика России становится мозаичнее, цветнее, в ней есть что-то от первого сценария (20—30%), от второго (50—60%), но появляются новые кусочки мозаики (10—30%), рассчитанные, скорее, на будущее. Ноты сотрудничества чуть ярче, чем конфликтности. Потихоньку в Россию начинают возвращаться глобальные инвесторы и крупные иностранные финансовые институты, возобновляется перенос производств в Россию.

Все это требует того, чтобы дипломатия обслуживала, скорее, рост экономического и человеческого оборота между странами, чем полемику. Прекращаются взаимные публичные истерики в военной области. Чуть менее жестким становится идеологическое противостояние. Конфликтные зоны замораживаются на долгую дорожку. Меньше конфликтность Россия — Запад в институтах глобального регулирования. Начинают вновь вспыхивать точки военного сотрудничества.

Однако базовый конфликт не решен. Стагнирующая, слабеющая, устаревающая экономика, с растущим военным механизмом внутри, работающая на пределе своих возможностей как основа внешней политики. Здесь нет ничего для роста российского влияния. Дипломатия «сдавлена» естественными барьерами, которые ей ставит хаотичная экономика и идеология государства «латиноамериканского типа».

*Внезапный поворот.* Эта внутренняя политика немедленно ставит в ступор глобальных игроков. В стране — почти изгое, проклинаемой на всех перекрестках, внутри возникает «роевропейская политика».

Воистину чудо — или экономическое чудо. Начинают слабеть темы противостояния, антиамериканизма, евразийства, особого пути. На первое место выносятся качество и продолжительность жизни, обогащение семей, рождаемость, здоровье, собственность и успех, рост экономики, свобода бизнеса, низкие риски, Россия как дом, обустройстваемый по лучшим стандартам.

Во внешней политике России это означает рациональность, жизнь в границах, которые ставит экономика. Временный отказ от глобальных амбиций, от попыток реально влиять в каждой значимой точке карты мира. Это «нет» политике перенапряжения сил, растраты жизней и уничтожения национального богатства, которая 300 с лишним лет делала из России военную экономику, из бюджета — военный бюджет, из населения — мобилизационный корпус.

Рациональность не значит неучастие. Это участие, но только в ключевых, принципиальных для безопасности России точках.

Всего лишь 20 лет спокойствия. 20 лет замороженных конфликтов, роста и модернизации экономики, приумножения населения, свободы бизнеса. 20 лет «вооруженного нейтралитета».

«Нейтралитет»? Утопия, смешно — объявление Россией о своем нежелании вмешиваться в конфликты за ее границами?

А бросать вызов в почти каждой возможной точке — не смешно?

«Нейтралитет» не предполагает слабой армии. Наоборот, это сильная, современная ядерная триада.

Эта политика — другой взгляд на каждого из нас. Мы — не «население», не расходный ресурс, не «человеческий капитал», который потребляется.

В этой модели мы — что-то другое. Каждый из нас — огромная ценность. Каждый — «швейцарский гном», который сидит на богатствах России. Каждый — это тот, кто вместо того, чтобы тратить бесчисленное время на дебаты и манифестации, должен был бы иметь все прелести природной ренты, работать, работать беспредельно, приумножая семейные капиталы — и тем самым те активы и бизнес, которые называются «российскими».

Мы можем стать «нейтральными», чтобы создать Швейцарию и Швецию, умноженные на десять.

Мы в этой модели — ресурсная территория всего мира, держатели ресурсов, торговцы со всем миром, золотых дел мастера. Быть гражданином России — быть членом особенного ордена, как сегодня — быть одним из 20 млн граждан Саудовской Аравии. Чтобы стать гражданином Саудовской Аравии, членом этого племени, нужно совершить невозможное.

Чтобы создать что-то подобное для России, нужно иметь фантастически гибкое мышление.

Но что же даст это «экономическое чудо» в области внешней политики?

Конфликты на постсоветском пространстве будут заморожены. «Новая Россия» — это сигнал для возобновления интеграции ЕС — Россия. Будет — не сразу, может быть, в течение 5—10 лет — перезаключен контракт с Западом, дана отмашка на прямые инвестиции в Россию. Взаимопроникновение экономик и обществ по линии Россия — Китай, новые индустриальные государства Азии будут происходить не только и не столько по модели обмен сырья на бусы. Со временем этот восточный вектор получит иное качест-

## 2. Россия в структуре глобальных финансов. Тренды и сценарии будущего

во — обмен знаниями, технологиями, продукцией с высокой добавленной стоимостью как основа будущих союзов и партнерств в Азии. Возникнет нечто новое — центростремительное движение к России вместо центробежного 1989—2010-х гг. Это будет совсем другая внешняя политика, в которой будут мериться не только и не столько силами армий, сколько весом и качеством экономики. Германия, Япония, Китай, Южная Корея — примеры из этой серии.

### 2.5. Будущее российских финансов 2015—2025 гг. Отражение глобальных и внутренних трендов

Как и в предыдущие десятилетия, в 2015—2025 гг. политические и экономические модели общества будут с высокой вероятностью находиться в России в острой борьбе, создавая эклектичную основу для развития финансовой системы. В этой связи объем и архитектура российской финансовой системы, конъюнктура ее рынков будут в полной мере определяться тем смещением моделей экономического устройства, которое на долгие годы будет составлять основу российского хозяйства.

Преобладание директивной, фундаменталистской или либеральной экономики, стремление к глобальным участиям, интеграции в мировую экономику или изоляционизму, размеры огосударствленности и роль государства, встречные процессы регулирования и дерегулирования, структурных реформ полностью определяют степень зрелости, риски и волатильность российской финансовой системы.

Финансовая система мозаичная и эклектичная, финансовая система, как зеркало отражающая борьбу различных идеологий в обществе, система с огромным диапазоном колебаний — такой будет российская финансовая система в 2015—2025 гг. и в последующие 5—10 лет.

Вместе с тем тренды российских финансов рассматриваются в рамках второго и третьего макроэкономических сценариев как наиболее вероятных (см. п. 2.3). Горизонт прогнозирования ограничивается 2025 г. (в связи с высокой волатильностью экономических, финансовых и других структур в России).

**Место России в глобальных финансах.** Российские финансы сохранятся как яркая региональная точка в многополярной, многоуровневой мировой финансовой архитектуре. Прогнозная доля

### 2.5. Будущее российских финансов 2015—2025 гг.

России в 2015—2020 гг. — 1,0—1,5%, в 2021—2025 гг. — 1,0—2,0% глобальных финансовых активов (зависит от динамики мировых цен на сырье). В 2008 г. доля России составляла 1,8%<sup>1</sup>.

В финансовых системах постсоветского пространства, Восточной Европы доля России будет колебаться в пределах 50—70%<sup>2</sup>.

В 2015—2025 гг. сохранится базовый конфликт: более высокая роль России в реальной экономике мира, нежели чем в его финансовом и денежном измерении. Доля России в мировом ВВП будеткратно превышать ее значимость в глобальных финансах (долю в мировых финансовых активах, прямых инвестициях).

В 2015—2025 г. Москва и Санкт-Петербург будут, как и в 2000—2014 гг., занимать места в последней четверти рэнкингов мировых финансовых центров.

**Уровень развития российских финансов.** В 2015—2025 гг. Россия останется в «серединной группе» развивающихся рынков, не перейдет в категорию «развитых», не приблизится по степени зрелости, финансового развития к рынкам «новых индустриальных стран».

Вместе с тем российские финансы не вернуться в состояние «рынков на фронтьере» (frontier markets), в котором они были в середине 1990-х гг. (сегодня — африканские рынки (кроме ЮАР), исламские рынки, отдельные рынки на постсоветском пространстве).

**«Сырьевой характер» российских финансов. Функциональная зависимость от мировых цен на сырье и курса доллара США.** В мировой экономике в 2015—2025 г. не произойдет резких изменений в структуре потребляемых ресурсов и, как следствие, в производственной ценности одних ресурсов в ущерб другим. Не прогнозируется глубокого сокращения роли нефти и газа, металлов, природных компонентов химических удобрений и т.п. Как следствие, существенно не изменится глобальная архитектура финансовых потоков, связанных с топливом, энергией, конструкционными материалами, продовольствием, транспортными перевозками. Как и во второй половине XX в., ряд стран — держателей природных ресурсов, в том числе Россия, будут формировать значимую часть

<sup>1</sup> Миркин Я. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: Кнорус, Гелеос, 2011. С. 297.

<sup>2</sup> Оценка по данным о сравнительной величине денежной массы, кредита, международной инвестиционной позиции.

своих финансов прежде всего за счет сырьевого экспорта, капитала, накопленного от него, и инвестирования его за рубеж (экспорт капитала).

Продолжится финансиализация сырья (превращение нефти, газа, металлов, продовольствия и т.п. в финансовые активы). Будет сохранен финансовый механизм формирования мировых цен на сырье на рынках товарных деривативов, с ключевой ролью курса доллара США и пары доллар — евро.

Как следствие, российская экономика и ее финансовая система будут, как и раньше, являться функцией от мировой экономики и глобальных финансов. Образно говоря, зеркально отражать кризисы, подъемы, мыльные пузыри и т.п. мирового хозяйства, являясь объектом для вывоза природных и финансовых ресурсов и «обмена сырья на бусы».

Это типичная модель развивающейся экономики, настроенной на вывоз сырья, денежного и человеческого капитала. В экономической конструкции, составляющими которой являются крупная концентрированная собственность, олигополия, масштабные потоки сырья и связанных с ним денежных ресурсов, высокие регулятивные издержки, все официальные усилия государства, направленные на усиление инноваций, неизбежно останутся подчиненными, частными, не изменяющими главное в экономике и ее финансовой системе.

Следствие — сохранение сырьевой финансовой системы, зависящей от мировых цен на сырье, с основными денежными потоками и финансовыми институтами, базирующимися на добыче, транспортировке и экспорте нефти, газа, металлов, удобрений, древесины, при перераспределении значительной части денежных ресурсов, заработанных от продажи сырья, в военно-промышленный комплекс.

**Ограничительное воздействие на «сырьевые финансы» России фундаментальных факторов, связанных с сырьем** (спрос, потребление, запасы, технологии, геополитика). На состояние внутренних финансов в 2015—2025 гг. может влиять сжатие физического спроса на российское сырье, вызванное внешнеполитическим кризисом 2014 г., санкциями против России, а также политикой США и ЕС по сокращению доли России как ключевого поставщика на сырьевых рынках ЕС.

Кроме того, ожидается взрыв конкуренции между государствами — поставщиками сырья, неизбежны торговые войны за сырье-

вые рынки (превращение США в экспортера топлива, будущее возвращение Ирана на сырьевые рынки, торговый прессинг Саудовской Аравии, рост поставок из Норвегии и т.п.). Проблемным, требующим многомиллиардных вложений в инфраструктуру является поворот сырьевых потоков из России на Восток.

Возможный вектор — сокращение торгового и финансового оборота между Россией и внешним миром, прогнозируемое снижение сырьевых доходов (в части, зависящей от физических объемов поставки сырья).

Тот же вектор будет поддерживаться ограничением доступа России на внешние рынки капитала (санкции 2014 г., снижение странового рейтинга, уход из России глобальных финансовых институтов с 2012—2013 гг.).

**Зависимость от финансовых систем развитых стран.** Как отмечалось выше, впереди продолжение финансовой глобализации, усиление взаимозависимости национальных финансовых систем и рынков. В 2015 — 2025 гг. сохранится доминирующее положение не только англосаксонской модели, но и всей группы индустриальных стран (при постепенном усилении глобальной роли финансов Китая и группы азиатских экономик). Это предполагает, что динамика финансовых систем развивающихся стран, в том числе России, будет по-прежнему в масштабной степени зависеть от состояния финансов и рынков развитых экономик, от вектора движения и размерности финансовых потоков, формирующихся в них.

Несмотря на финансовые санкции 2014 г., глобальные инвесторы будут продолжать оказывать масштабное влияние на финансовую динамику в России. В этой связи российский финансовый рынок сохранит свое свойство движения, совместного и коррелированного с другими рынками, прежде всего с Бразилией (Россию глобальные инвесторы часто рассматривают как страну-аналог) и в целом латиноамериканскими рынками (с ними — традиционно наиболее жесткая связь).

Отдельные периоды (геополитические, сырьевые шоки) эта связь будет прерываться.

**Цикличность российских финансов.** Будут находиться под воздействием циклов в мировой экономической и финансовой динамике (ядром которых в 2015—2025 гг. будут, как и раньше, оставаться циклы в США) в обычной структуре циклов (Кондратьева, Кузнецова, Жюгляра).

Движение российских финансов будет, по экспертной оценке, на 70—80% определяться внешней финансовой динамикой (курс доллара США, мировые цены на сырье, глобальные рынки акций, государственного долга, финансовые инфекции и т.п.) и на 20—30% — собственной конъюнктурой.

Сценарий, который дает экстраполяция бизнес-циклов в США с начала 1970-х гг., это очередной «крупный» цикл в 2009—2025—2027 гг., пологий, со сглаженной динамикой (в сравнении с циклами 1970—1980-х гг.), величиной в 16—18 лет, с точкой пика. Лучше всего ассоциируется с циклом Жюгьяра. В финансах это может означать (при сохранении традиционной антициклической политики ФРС) максимум в дифференциале процентных ставок между США и ЕС в 2018—2020 гг. и, соответственно, пик усиления доллара США в эти же годы с неизменным падением того и другого к 2025—27 гг.

Как указывалось (п. 1.8.1, 1.11), прогнозируется, что тенденция укрепления доллара США к евро / корзине мировых валют будет продолжаться в 2015—2018/2019 гг., после чего могут проявиться признаки поэтапного поворота доллара США к циклическому ослаблению. Впереди — эпоха сильного доллара.

В свою очередь, при прочих равных, это означает в 2015—2018/2019 гг. «территорию низких цен» на сырье (нефть, газ, металлы, продовольствие).

Из этого следует прогноз, заключающийся в том, что период 2015—2018/2019 гг. — время слабости, волатильности, кризиса (или стабилизации на низком уровне) российских экономики и финансов.

Предполагается, что с начала 2020-х гг. доллар США вступит в период очередного циклического ослабления, и в этой связи в 2020—2025 гг. можно прогнозировать рост мировых цен на сырье и облегчение, при прочих равных, существования российских экономики и финансов, создание для них внешних условий для роста.

**Качественные характеристики российских финансов** в 2015—2025 гг. во многом повторят практику предшествующей четверти века<sup>1</sup>:

— базовый сценарий — финансовая стагнация (особенно в период 2015—2018/2019 гг.);

<sup>1</sup> Детальный анализ см.: Миркин Я. Финансовый конструктивизм. М.: Лингва-Ф, 2014; Миркин Я. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: Кнорус, Гелеос, 2011.

— замедленный рост монетизации экономики (или ее торможение в пределах 45—60% ВВП по индикатору М2/ВВП); сопоставимая динамика других индикаторов финансового развития, ограниченных монетизацией (насыщенность кредитами, ценными бумагами, иными финансовыми инструментами, капитализация банков и других финансовых посредников, капитализация рынка акций, насыщенность финансовыми институтами и др.);

— низкая норма накопления (18—23% ВВП);

— спекулятивная модель финансового рынка с резко ограниченной инвестиционной составляющей; подверженность финансовым инфекциям из-за рубежа;

— высокая волатильность валютного курса рубля; невозможность де-факто режима свободного плавания национальной валюты (независимо от объявленного валютного режима, подверженность административному вмешательству при резких колебаниях курса); соскальзывание к переоцененному, утяжеленному «стабильному» рублю (с периодическими острыми всплесками девальваций);

— экономика — экспортер капитала; хронический чистый вывоз капитала государством и частным сектором (при открытом счете капитала); высокая волатильность счета капитала и его подверженность административному вмешательству государства; сохранение уникального уровня офшоризации экономики и движения капиталов; дефицит прямых иностранных инвестиций при относительном избытке портфельных, преимущественно спекулятивного характера; подверженность финансовой системы спекулятивным атакам и масштабным операциям «кэрри-трейд»;

— встроенная повышенная инфляция (с влиятельной немонетарной компонентой);

— избыточно высокий, двузначный процент по абсолютно преобладающему кругу заемщиков и эмитентов долговых инструментов;

— сохранение банковской модели. В 2015—2025 гг. на банки, как и раньше, будут приходиться 92—95% активов российского финансового сектора; будет сохранена модель преимущественно долгового финансирования экономики (континентальная модель финансового сектора в отличие от англосаксонской);

— продолжение смешанной модели финансового рынка, в рамках которой коммерческие банки и брокерско-дилерские компании (инвестиционные банки) имеют равные права на рынке цен-



ных бумаг, рынке деривативов и структурированных финансовых продуктов, рынке репо и — отчасти — на валютном рынке;

— сверхконцентрации (на крупнейших финансовых институтах, компаниях — эмитентах и заемщиках, на сосредоточении денежных ресурсов и рынков в Москве и Московском регионе); олигополии, сверхконцентрация собственности в финансовом секторе; сокращение численности и сети, концентрация финансовых посредников всех видов (банки, брокеры-дилеры, страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды, управляющие компании, институты микрофинансирования, инфраструктурные институты финансового рынка);

— хронические сверхконцентрации всех видов финансовых рисков, постоянно избыточный уровень системного риска; волатильность финансовых рынков, превосходящая средние значения по группе развивающихся рынков;

— высокий уровень огосударствления финансового сектора; расширенное государственное вмешательство в процент, валютный курс, распределение кредитов, структуру инвестиций; система покрытия убытков, удержания на плаву крупнейших корпораций и банков;

— узость сегмента финансирования среднего и малого бизнеса, высокотехнологичных, быстрорастущих компаний, венчура, финансовых инноваций;

— эксцессивные, растущие регулятивные издержки как в меру выполнения обязательств, принятых Россией в рамках группы G-20, так и в силу собственного развития финансового регулирования «по закону Паркинсона»;

— избыточное налоговое бремя (на уровне развитых стран ЕС с минимальными темпами экономического роста), дефицит легких в применении, ударных налоговых стимулов, подстегивающих рост и модернизацию экономики;

— государственные финансы с нарастающими проблемами (увеличение доли расходов бюджета, не дающих долгосрочный эффект роста и модернизации экономики, улучшения качества и продолжительности жизни населения); постепенное накопление рисков в сфере государственных финансов (переход к «условно-постоянно» дефицитному бюджету, росту (в абсолютных и относительных размерах) государственного долга, высокой волатильности резервных внебюджетных фондов, все более проблемной модели финансов субъектов РФ и муниципальных образований).

**Будущее рубля.** Один из глобальных трендов — диверсификация валют, обслуживающих мировую экономику, некоторое сокращение доли доллара США и евро в глобальных финансах, становление региональных валют.

В 2015—2025 гг. коллективная валюта в рамках ЕАЭС создана не будет.

С осторожностью оценивается будущее рубля как региональной валюты.

С одной стороны, сохраняются предпосылки для его участия в международном обороте. В России — открытый счет капитала, рубль конвертируем, объявлено о том, что он находится в «свободном плавании» (хотя в реальности его динамика будет неизбежно — частично — зависеть от административного вмешательства). Российские активы составляют примерно 60% финансовых активов Центральной и Восточной Европы, 80—90% — постсоветского пространства.

Все эти аргументы — за региональное будущее рубля.

В то же время российская экономика, чтобы стать базой одной из 2—3 региональных валют, должна формировать, по оценке, не менее 5—6% мирового ВВП (сегодня вокруг 2%). Сырьевая, ориентированная на вывоз ресурсов, импортозависимая экономика, подверженная конъюнктурным колебаниям в ценах, объеме и структуре спроса, не может создать устойчивую региональную валюту. Такая валюта — знак уважения к уровню технологий, способности к устойчивому росту на базе инноваций. Она может появиться только вследствие глубокой модернизации экономики России.

Еще одно условие — нормализация финансовой системы. Мелкая, деформированная, долларизированная, подверженная сверхвысокой волатильности финансовая система, находящаяся в глубокой зависимости от внешних факторов — «бедная» основа для региональной валюты.

Чтобы рубль смог стать региональной валютой, нужно пройти долгий путь к экономике роста и модернизации, к финансовому развитию на уровне новых индустриальных экономик.

Невелика вероятность того, что этот процесс достигнет в 2015 — 2025 гг. таких масштабов и зрелости, чтобы «вытолкнуть» рубль в разряд региональных валют.

И, наоборот, стагнирующая экономика создает основу для уменьшения роли ее валюты в международном обороте.

В этой связи прогноз на 2015—2025 гг. следующий. Рубль — в списке 15—20 «первых» валют мира. Будет играть значимую роль (иметь заметную долю в финансовых активах, в платежном обороте, на валютном рынке) в странах постсоветского пространства. При этом рубль будет мало заметен в процессах коллективизации и диверсификации валют, идущих в глобальных финансах. Его участие в международном финансовом обороте составит не выше 1%. Будут делаться попытки более широкого внедрения рубля в рамках ЕАЭС.

**Прогнозная динамика финансового регулирования.** Будет продолжено внедрение в российских финансах системы базовых решений по усилению финансового регулирования, принятых в рамках G-20.

Это относится прежде всего к реструктуризации банковского сектора, отрасли ценных бумаг и институциональных инвесторов (расширение периметра финансового регулирования, рекапитализация, вытеснение институтов с мелкими капиталами, адаптация новых Базельских стандартов, укрепление систем управления рисками, раскрытия информации, повышение требований к рейтинговым агентствам, развитие макропруденциального надзора (системный риск, системно значимые финансовые институты), усиление контроля за рынком деривативов и внебиржевыми рынками, за соблюдением честных торговых практик (предупреждение манипулирования и инсайдерской торговли) и т.п.). В том же направлении — деофшоризация, усиление обмена налоговой и другой финансовой информацией (в рамках соглашений между налоговыми ведомствами, регуляторами финансовых рынков, органами, противодействующими отмыванию денег и финансированию терроризма).

В среднесрочной перспективе могут быть применены «мягкие ограничения» на счет капитала, в том числе налоговые, предупреждающие внезапный уход иностранных капиталов с российского финансового рынка, одновременную остановку поступления портфельных средств нерезидентов на внутренний рынок (capital flight, sudden stop).

Возможно прогнозировать усиление системы налоговых льгот, поощряющих длительные вложения в акции, инвестиции на финансовом рынке в активы высокотехнологичных отраслей, прямые иностранные инвестиции, несущие современные технологии и модернизацию.

Вместе с тем прогнозируется, что не произойдет переноса всей тяжести изменений, происходящих в международном финансовом регулировании, в российскую финансовую систему (прежде всего в части взимания специального банковского налога, контроля за выплатой бонусов, антициклического регулирования уровня финансового левериджа в коммерческих банках и других финансовых институтах (накопление резервов капитала при разогреве рынка с тем, чтобы покрывать ими потери при реализации системных рисков и кризисных явлениях)).

**Системный риск.** Внешнее давление, негативные тенденции 2014—2018/2019 гг., финансовые инфекции будут неизбежно приводить к накоплению значительных размеров системного риска, проявит, как и в прошлые годы, эксцессивную волатильность, будет демонстрировать как бумы, ралли, опережающие другие рынки, так и острые рыночные шоки, переживать финансовые инфекции и спекулятивные атаки. Нерезиденты и их операции, как и в предшествующие годы, будут стоять в центре этих движений.

Как и в 1998, 2008, 2014 гг., российская финансовая система пройдет через периоды бегства капиталов (внутренних и глобальных инвесторов). На таких развивающихся рынках, по статистике, периодичность финансовых кризисов — 1—2 раза в 10—15 лет.

Эта периодичность кризисов будет подтверждена в России и в 2015—2025 гг.

## 2.6. Программа финансового форсажа для России<sup>1</sup>

Программа основана на опыте стран, совершивших экономическое чудо (Япония, Южная Корея, Китай, Сингапур, Малайзия). Одним из условий догоняющей модернизации и сверхбыстрого роста были:

- настройка финансовой системы на стимулирование роста, финансовый форсаж;
- финансовое развитие как элемент и условие роста;
- центральные банки и министерства финансов как ведомства, отвечающие не только за свои обычные задачи, но и за экономическое развитие.

<sup>1</sup> Подготовлена совместно с И. В. Добашинной.

Обширный справочный материал по финансовым стратегиям стран, совершивших экономическое чудо, опубликован ИМЭМО РАН<sup>1</sup>.

Программа, являясь долгосрочной, учитывает кризисные особенности финансовой системы 2014—2015 гг.

### Ключевые идеи

Необходима смена парадигмы финансовой политики, ее переориентация на укрепление внутреннего денежного спроса, снижение зависимости от внешних источников капитала, прекращение немонетарной инфляции, предупреждение излишнего расширения участия государства в собственности, снижение налоговой нагрузки на экономику, противодействие системным рискам.

Россия — открытая экономика, четверть века живущая в условиях рыночных реформ. В ней невозможно «репрессировать» финансовую систему в тех формах, которые использовались в беднейших азиатских экономиках на начальных этапах, когда запускался сверхбыстрый рост. Невозможно повторить стратегию, когда на первых порах проводилась либерализация реального сектора, затем, с задержкой, внутренней финансовой системы и только потом, спустя 15—20 лет осуществлялась полноценная финансовая либерализация, с открытием счета капитала и переходом к свободному плаванию валютного курса.

Возможность сделать что-то подобное пропущена. Тем не менее, по логике «шаг назад, два шага вперед», придется обращаться к элементам *репрессированной финансовой системы*. Почему? В рыночной среде, существующей в России (5 банков контролируют более 50% активов банковского сектора, 20 банков — более 80%, то же — для небанковских финансовых институтов), рынок не может сам справиться с многолетними деформациями в финансовых переменных (сверхвысокий процент, завышенный валютный курс, высокая немонетарная инфляция, низкая монетизация, низкая насыщенность кредитами и т.п.). Рынок не может сам справиться с такими искривлениями, как огосударствление финансового сектора, сверхконцентрированная собственность в нем, избыточная роль кэптивов.

<sup>1</sup> Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика. М.: ИМЭМО РАН, Магистр, 2014. 494 с. Книга находится в открытом доступе в финансовой библиотеке — [www.mirkin.ru/\\_docs/book067.pdf](http://www.mirkin.ru/_docs/book067.pdf).

Поэтому придется расширить, но осторожно, не нарушая рыночность, использование административных инструментов (потолков, лимитов, границ, нормативов, командного вмешательства в деятельность институтов) для снижения разбалансированности и волатильности финансовой системы РФ в ключевых параметрах (валютный курс, процент, инфляция, курсы ценных бумаг, счет капитала, институциональная структура).

Все это возможно сделать только, если Банк России обернется *центральным банком развития*, искусно сочетающим *финансовый дирижизм*, направленный на урегулирование деформаций в макрофинансах и на создание финансовых условий для «экономического чуда», с развитием российского финансового сектора как действительно рыночной среды.

В центре политики должны быть поставлены *финансовая политика стимулирования экономического роста, финансовое развитие* российской экономики (ее монетизация, финансиализация до уровня новых индустриальных экономик, преодоление накопленных деформаций и разбалансированности финансовой системы):

— увеличение нормы накопления, снижение фискальной / налоговой нагрузки (увеличение финансовых ресурсов, остающихся в распоряжении бизнеса для целей развития), объемное расширение налоговых стимулов, связанных с модернизацией и длинными инвестициями, стимулированием роста;

— увеличение инвестиций государства в корпоративные долги на публичном рынке, связанные с модернизацией;

— органичный рост насыщенности экономики деньгами и кредитами / финансовыми активами (таргетирование роста денежной массы в закрытом режиме);

— сокращение разрыва между реальным и номинальным эффективным курсом рубля; удешевление переоцененного рубля (сбалансированное, осторожное);

— противодействие немонетарной инфляции (в части цен и тарифов, устанавливаемых или регулируемых государством);

— политика низкого процента (ключевая ставка Центрального банка, потолки процента и процентной маржи);

— стимулирование внутреннего спроса на длинные финансовые активы в приоритетных отраслях (налоговые стимулы, льготные условия для развития институциональных инвесторов, запуск новых видов институтов коллективных инвестиций, льготное рефинансирование Центральным банком приоритетных отраслей

## 2. Россия в структуре глобальных финансов. Тренды и сценарии будущего

(отрасли, производящие продукцию с высокой добавленной стоимостью, средний и малый бизнес);

- стимулирование диверсификации собственности;
- максимальное поощрение долгосрочных / прямых инвестиций нерезидентов (на основе сокращения регулятивных издержек и фискальной нагрузки, ударных налоговых стимулов, создания свободных экономических зон под продукцию с высокой добавленной стоимостью);
- усиление антимонопольного регулирования на финансовом рынке; диверсификация собственности, старт разгосударствления; поддержка деконцентрации финансовых активов, снижения пронизанности кэптивами, создания более рыночной среды;
- оптимизация валютных резервов; отказ от стерилизации «избыточной» ликвидности вместо внутренних инвестиций;
- стабилизация счета капиталов (рисков, связанных с горячими деньгами, введение налога на вывод капитала или иных мягких рыночных ограничений при разогреве рынка и быстром расширении операций *carry trade* (широкая международная практика));

### Цели финансовой политики

#### А) Качественные цели

Рост долгосрочных инвестиций в реальный сектор, в модернизацию, в обеспечение устойчивого экономического роста:

- переход от спекулятивной модели финансового рынка к модели, ориентированной на финансовое обеспечение и стимулирование устойчивого роста и модернизации экономики;
- покрытие потребностей в финансировании быстрорастущих секторов экономики, высокотехнологичных отраслей, инновационного сектора по всем сегментам финансирования (венчурное финансирование, рынки компаний малой и средней капитализации, рынки высокотехнологичных компаний, проектное финансирование на основе институтов развития, инфраструктурные облигации);
- рост прямых иностранных инвестиций в опережение увеличения портфельных вложений нерезидентов, прежде всего в их спекулятивной компоненте, обеспечение накопленных запасов прямых иностранных инвестиций, адекватных крупнейшим развивающимся экономикам;

## 2.6. Программа «финансового форсажа» для России

- увеличение ресурсов бюджета, направляемых для длинных вложений в финансовые активы реальной экономики на внутренних, публичных финансовых рынках.

Обеспечение финансового развития, преодоление крупных дисбалансов финансовой системы:

- достижение уровня новых индустриальных стран по ключевым параметрам финансового развития;
- рост международного значения рубля;
- превращение из страны, ориентированной на вывоз капитала, в страну — импортера капитала, прежде всего длинных денег, прямых иностранных инвестиций.

Диверсификация собственности как базы финансовой системы, переход к массовой модели инвестирования в процессе формирования среднего класса:

- движение в сторону экономики народного капитализма (капитализма акционеров) вместо капитализма держателей контрольных пакетов (стейкхолдеров), расширение участия розничных инвесторов в акционерных капиталах, рост доли активов финансового рынка в долгосрочных сбережениях населения;
- расширение участия в акционерных капиталах институциональных инвесторов, представляющих население, создание новых классов инвесторов (известных в международной практике, но отсутствующих в России);
- развитие институтов защиты собственности.

Рост конкурентоспособности финансовой системы в сравнении с зарубежными формирующимися рынками, предупреждение ухода торговой активности, эмитентов и инвесторов за рубеж:

- обеспечение роста внутреннего спроса на долгосрочные вложения в финансовые инструменты реального сектора, прежде всего за счет сбережений населения;
- сокращение зависимости внутренних финансовых рынков от спекулятивной компоненты иностранных портфельных инвестиций;
- повышение эффективности государственного регулирования финансов:
  - преодоление разрыва между функциями финансовых регуляторов, их операционной способностью и выделенными ресурсами;

## 2. Россия в структуре глобальных финансов. Тренды и сценарии будущего

- снижение регулятивных издержек;
- повышение роли государства и саморегулирования в стимулировании развития рынка как инструмента долгосрочных инвестиций;
- рост эффективности финансового рынка, переход к более зрелому состоянию на уровне рынков новых индустриальных экономик:
  - снижение транзакционных издержек, преодоление фрагментарности;
  - обеспечение одного из самых высоких для формирующихся рынков уровня информационной прозрачности, честности и справедливости ценообразования, защиты инвесторов;
  - снижение уровня системного риска:
    - ограничение интересов глобальных инвесторов к размещению преимущественно горячих денег на российском рынке;
    - развитие системы макропруденциального надзора, информационного взаимодействия и координации действий финансовых регуляторов в урегулировании системного риска;
    - реструктурирование финансового сектора, направленное на обеспечение финансовой устойчивости его институтов:
      - преодоление в финансовой системе избыточных концентраций собственности, ликвидности, активов, разгосударствление, деофшоризация в меру снижения рисков во внутренней экономике;
      - ослабление олигополий на финансовых рынках, демополизация, отсеечение кэптивов (в меру экономической целесообразности), защита и усиление конкурентной рыночной среды;
      - рост капитализации финансовых институтов;
      - внедрение механизмов регулирования рисков, направленных на подавление экстремальной волатильности, на предупреждение перегрева финансовых рынков, на подавление стимулов к принятию избыточных рисков для краткосрочных прибылей;
      - рост капитализации финансовых рынков на основе фундаментальных (вместо преимущественно спекулятивных) факторов, переход к оцененности бизнеса на уровне новых индустриальных экономик.

## 2.6. Программа «финансового форсажа» для России

### Б) Количественные цели

*Количественные цели развития финансовой системы* направлены на переход по уровню зрелости в кластер финансовых рынков «новых индустриальных экономик»:

- монетизация (Широкие деньги / ВВП), насыщенность долговыми активами (Кредиты экономике и населению / ВВП) выше 70—80%;
- ослабление системного риска, снижение волатильности (валютный курс, счет капитала, рынок акций и т.п.) в 1,5—2 раза;
- капитализация рынка акций / ВВП устойчиво выше 80—90%;
- рост доли накопления в ВВП до 26—29% при снижении налогового пресса (индикатор «Доходы общего правительства / ВВП») до 31—35% ВВП;
- снижение немонетарной инфляции до 1—2%;
- поддержание баланса между реальным и номинальным курсом рубля; заниженный курс рубля на 20—30%;
- расширение использования рубля в международном обороте на постсоветском пространстве в 1,5—2 раза;
- рост числа корпоративных эмитентов на открытых рынках в 3—4 раза;
- увеличение не связанного акционерного капитала (акции в свободном обращении, free float) до 30—35%, рост числа клиентов брокеров до 3—4 млн человек;
- снижение доли компаний с крупнейшим акционером, контролирующим более 50% компании, до 40—50%;
- не менее 700—900 компаний средней и малой капитализации, акции которых обращаются на открытых рынках;
- соотношение внутреннего и внешних рынков финансовых активов с российскими корнями — 8 : 2;
- кратное снижение зависимости от нерезидентов, двукратный рост индикатора «Прямые иностранные инвестиции / Портфельные иностранные инвестиции»;
- снижение уровня концентрации, олигополизации, присутствия государства до 30—40%.

### Сроки и методы

Программа рассчитана на сроки до 15—20 лет. На первом этапе (5—10 лет) — усиление элементов административного регулирования, переход в финансовый форсаж.

На втором этапе, когда финансовая система будет нормализована, будет достигнут более высокий уровень финансового развития — либерализация.

Идеи программы, связанные с разгосударствлением в финансовом секторе, снижением значения кэптивов, реструктуризацией финансовых институтов с государственным участием относятся, прежде всего, ко второму этапу программы.

Предполагается, что все изменения, предлагаемые программой финансового форсажа, будут проводиться взвешенно, осторожно, часто в закрытом режиме, не торопясь, чтобы не вызвать взрыва инфляционных ожиданий или не создать атмосферу падения курса рубля.

#### **Политика диверсификации собственности, защиты прав инвесторов и развития корпоративного управления**

Система мер, основанных на международной практике:

— создание программы действий государства по диверсификации собственности (деконцентрация, разгосударствление, демонополизация, отсечение кэптивов в меру экономической целесообразности), по превращению среднего класса в класс акционеров; ведение макромониторинга за концентрацией собственности, участием в капиталах домашних хозяйств, офшоризацией, степенью огосударствления;

— введение минимальных требований по free-float для акционерных обществ при включении их акций в котировальные списки;

— расширение налоговых стимулов для всех классов «длинных» инвесторов (их объем в России существенно ниже международной практики);

— снятие регулятивных и налоговых барьеров для институциональных инвесторов, обеспечивающих трансформацию сбережений населения в долгосрочные инвестиции (страховые компании, пенсионные, инвестиционные и благотворительные фонды, фонды целевого капитала, институты альтернативных инвестиций);

— снятие правовых и налоговых барьеров для выпуска опционов менеджеров и персонала;

— открытие возможности учреждать внутрикорпоративные пенсионные и инвестиционные планы под налоговые льготы; введение индивидуальных пенсионных счетов;

— открытие и урегулирование сегмента социального инвестирования.

**Снижение уровня огосударствления экономики.** Формирование программы приватизации / распродажи собственности, приобретенной государством или квазигосударственными институтами в целях противодействия кризису 2007—2009, 2014—2015 гг. Обособление такой собственности в фонд, принадлежащий государству, в целях ее эффективного управления и последующей реализации на рынке. Широкое включение розничных инвесторов в процесс приватизации (ориентация не только на крупных инвесторов).

Коммерциализация управления государственными пакетами акций (создание фондов, в активы которых они размещены, передача части активов в доверительное управление в целях максимизации доходов, роста капитализации).

**Диверсификация собственности на основе роста прямых иностранных инвестиций:** создание свободных экономических несырьевых зон, ориентированных на производство продукции с высокой добавленной стоимостью (в соответствии с отраслевыми приоритетами); ударное снижение налоговой нагрузки, более высокой, чем у отечественного инвестора; сокращение регулятивных издержек на входе; ориентация всей системы импортно-экспортных пошлин на облегчение оборота наукоемкой и высокотехнологичной продукции (стимулирование импорта оборудования и технологий и экспорта готовой продукции); широкое использование модели заимствованной модернизации — государственная поддержка переноса (восстановления) критических технологий, а в этой области — решающих эту задачу проектов государственно-частного партнерства с иностранными инвесторами, совместных инновационных проектов.

**Ослабление офшоризации собственности** возможно лишь при существенном снижении рисков бизнеса, регулятивных издержек и налогового пресса. Вместе с тем может быть реализована система частных мер.

Ограничительные меры:

— протоколы об обмене налоговой информацией с офшорами, с которыми нет договоров об исключении двойного налогообложения (Карибский бассейн, зоны Великобритании). Включение в действующие договора положений об обмене данными (Модельная конвенция ОЭСР по налогам на доходы и капитал).

Стимулирующие меры:

— снижение общего размера налоговой нагрузки до уровня, характерного для стран с высокими темпами экономического роста; выравнивание налоговой нагрузки в Таможенном союзе по нижнему уровню;

— рост числа стран, с которыми заключены договоры об исключении двойного налогообложения;

— специальная шкала налогообложения прироста прибыли несырьевых компаний. Снижение ставки налога до 5—7% на 4—5 лет в отношении прироста прибыли в сравнении с прошлым годом, если эта сумма не уходит из оборота как дивиденды (деофшоризация, сжатие теневой экономики, рост налоговой базы);

— введение целевых налоговых льгот, поощряющих: длинные инвестиции в акции; неспекулятивные прямые инвестиции (при установлении нижней доли владения бизнесом); инвестиции в акции приоритетных отраслей, венчурных компаний, компаний высоких технологий; вывод акций на организованные рынки; спрос на акции (освобождение от налогообложения курсовых разниц).

**Защита прав инвесторов.** Создание:

— службы финансового омбудсмена как специализированного ведомства и «горячих линий» для жалоб инвесторов; системы мониторинга и надзора, обеспечивающей прекращение обращения в Интернете суррогатов финансовых инструментов и ведения нелегализованного финансового посредничества;

— системы компенсационных фондов СРО или иной компенсационной схемы (например, государственной) для защиты активов населения от потерь при банкротстве профессиональных участников рынка ценных бумаг и институтов коллективных инвестиций.

Расширение операционной способности в мониторинге нарушений механизмов честного ценообразования на финансовом рынке; практики правоприменения в этой области.

**Развитие корпоративного управления.** Ключевые направления: совершенствование законодательства в области корпоративного управления, адаптация лучших зарубежных практик; преодоление информационных асимметрий, создание общедоступных систем раскрытия информации о компаниях; внедрение новых практик корпоративного управления, учитывающих особенности инновационных компаний малой и средней капитализации; внедрение принципов социальной ответственности в корпоративное управление.

**Инвестиционная политика**

Увеличение и стабилизация на высоком уровне нормы накопления (повышение до 26—29% ВВП, затем до 30—32% ВВП) при сокращении конечного потребления государства.

Снижение фискальной нагрузки (увеличение финансовых ресурсов в распоряжении бизнеса для целей развития, мораторий на увеличение ставок налогов, «ударное» расширение налоговых стимулов, связанных с модернизацией и длинными инвестициями).

Удержание высокой доли бюджетных расходов на экономику, сокращение удельного веса общегосударственных расходов в структуре затрат, осуществляемых государством. Увеличение государственных инвестиций в основной капитал в экономике, образовании и науке, в том числе за счет вложений внебюджетных фондов в публичные облигации реального сектора.

Сокращение субсидирования процента за счет бюджета (по мере нормализации уровня процента в экономике).

Реализация крупных национальных проектов с участием Центрального банка, обеспечивающих рост внутреннего спроса на основе целевого рефинансирования Банком России коммерческих банков под низкий процент, с ограничениями процентной маржи, под программы модернизации предприятий, производящих продукцию с высокой добавленной стоимостью, дешевой ипотеки, финансирования малого бизнеса, аграрного кредита для фермерских хозяйств, малых и средних перерабатывающих предприятий, развития малых объектов инфраструктуры в Центральной России и других ключевых регионах.

Использование квот и других элементов административного распределения при организации рефинансирования кредитов в приоритетные сектора со стороны Центрального банка (на период 5—10 лет).

Максимальное поощрение прямых иностранных инвестиций (сокращение регулятивных издержек и фискальной нагрузки, создание налоговых преференций).

**Денежно-кредитная, процентная, валютная политика.  
Счет капитала**

*А) Денежно-кредитная политика*

Проведение последовательной и осторожной денежно-кредитной политики, направленной на сбалансированный рост финансовой глубины экономики:

— переход к мультитаргетированию, основанному на одновременном таргетировании денежной массы (органичный рост монетизации), инфляции (ее снижение при условии активного противодействия государства немонетарной инфляции), процента (снижение ставки рефинансирования, других ставок процента Банка России), курса рубля (поддержание баланса между реальным и номинальным эффективным курсом, заниженного курса рубля);

при:

— усилении роли механизма рублевой эмиссии через рефинансирование коммерческих банков, в том числе за счет механизма целевой кредитной эмиссии (рефинансирование банков под портфели ссуд малому и среднему бизнесу, приоритетных отраслей и т.п.);

— либеральном режиме счета капиталов (возможность введения налоговых и других «рыночных» ограничений при усилении волатильности);

— осторожном, не нарушающем рыночность среды, использовании административных ограничений («потолков», лимитов, границ, нормативов) для ослабления дисбалансов и волатильности финансов России в ключевых параметрах (курс рубля, процент, инфляция, курсы ценных бумаг, счет капитала);

— отказе от абсолютизации вывода «избыточной» ликвидности как антиинфляционной меры; направление части ресурсов бюджета (профицит, кассовые остатки) и внебюджетных фондов для поддержки внутреннего денежного спроса, на вложения в публичные облигации крупнейших российских корпораций;

— оптимизация валютных резервов, предупреждение возврата к избыточному накоплению резервов вместо инвестиций на внутреннем рынке (автоматизм в стерилизации рублевой денежной массы), диверсификация резервов по странам и инструментам.

*Б) Валютный курс*

«Крепкий рубль» — миф, препятствующий регулированию валютного курса в целях получения страной сравнительных преимуществ на мировом рынке, стимулирования роста экономики. В результате валютного кризиса 2014 г. был преодолен уникальный разрыв между реальным и номинальным эффективным курсами рубля.

Предотвращение возврата к политике искусственно «сильного рубля». Поддержание баланса между реальным и номинальным эффективными курсами рубля, предотвращение роста разрыва между ними. Удержание ослабленного на 10—20% курса рубля для поощрения экспорта продукции высокой степени переработки, в том числе высокотехнологичного экспорта, импортозамещения, стимулирования прямых иностранных инвестиций, создания рыночных барьеров для спекулятивных «горячих денег» нерезидентов.

*В) Внедрение рубля в международный оборот*

Достижение к 2025 г. статуса региональной резервной валюты при условии роста доли России в мировом ВВП и глобальных финансовых активах до 4—6%.

Действия монетарных властей / финансовых регуляторов, направленные на укрепление международного статуса рубля (аналог — деятельность денежных властей Китая по обмену с другими центральными банками валютой на основе свопов, заключение клиринговых соглашений, соглашений по организации трансграничных расчетов, создание клиринговых систем для обслуживания международного оборота юаня).

*Г) Счет капитала*

Стабилизация счета капитала с обращением, при необходимости, к «квазирыночным» инструментам, ограничивающим потоки «горячих денег» (обязательное резервирование средств, обложение налогом средств, выводимых в короткие сроки, запрещение отдельных сделок, связанных с carry trade, инвестиций в отдельные финансовые инструменты, лимитирование позиций по краткосрочным внешним долгам для операций на финансовом рынке, настройка системы нормативов, регулирующих банки, в сторону поддержки операций и активов в рублях, а не иностранной валюты, и т.п.).



*Д) Противодействие немонетарной инфляции*

Нормализация немонетарной инфляции до уровня 0,5—1,5%, на основе перехода к активной модели антимонопольного и ценового регулирования:

- ограничение роста цен естественных монополий;
- глубокое снижение регулятивных издержек как части монополично высоких цен;
- использование административно регулируемых цен как меры борьбы с олигополиями / монополиями (с понижением лимитных цен);
- переход к госзаказу по низким лимитным ценам;
- внедрение в госзаказ и ценовое регулирование программы международных ценовых сопоставлений; рост операционной способности органов антимонопольного регулирования.

**Налоговое стимулирование**

Новые принципы налоговой политики, стимулирующие переход к устойчивому, с высокими темпами экономическому росту, обеспечивающие увеличение доходной базы бюджета за счет активизации деловой активности:

- снижение фискальной нагрузки, постепенный переход к уровням нагрузки, свойственным новым индустриальным / быстрорастущим экономикам (27—30% ВВП);
- значительное (ударное) усиление дискреционных элементов в налогах для решения задач модернизации экономики, в том числе резкое расширение налоговых стимулов в части розничных вложений в акции российских компаний, прямых иностранных инвестиций, институциональных инвесторов (в том числе фондов целевого капитала и благотворительных фондов); вложений в облигации (создание равного налогового режима в сравнении с банковскими депозитами); вложений длинных денег в приоритетные отрасли, связанные с производством продукции с высокой добавленной стоимостью, в сектор инноваций, в сегменты, связанные с оборотом интеллектуальной собственности, имущества и доходов, связанных с научно-исследовательской деятельностью и ее результатами;
- расширение ударных пакетов налоговых льгот в зонах сверхбыстрого роста (в том числе в специализированных зонах под ПИИ); создание механизма целевых трансфертов в региональные

бюджеты из федерального бюджета, возмещающих выпадение доходов от предоставления регионами налоговых льгот среднему и малому бизнесу, если такое выпадение доходов наступило;

- ударное налоговое стимулирование компаний, показывающих высокие темпы экономического роста (введение регрессивной шкалы налогообложения доходов при росте выручки в сопоставимых ценах);
- создание системы налоговых льгот, стимулирующих строительство малых инфраструктурных объектов (дороги регионального значения, вода, газ, электроэнергия, социальные объекты и др.);
- более широкое использование налоговых каникул для малых инновационных предприятий, вновь создаваемых предприятий малого бизнеса в течение первых лет работы; освобождение от уплаты налога на прибыль инновационной инфраструктуры (технопарков, бизнес-инкубаторов) и многое другое (см. анализ налогового опыта Японии, Кореи, Сингапура, Китая)<sup>1</sup>;
- налоговое стимулирование опережающего роста объема и качества услуг социальной сферы, деловой активности населения, антикризисная социальная поддержка, в том числе введение нулевой ставки налога на доходы от сдачи жилья в аренду).

**Рост оцененности, конкурентоспособности финансового рынка, модернизация его архитектуры**

**Обновление модели финансового рынка:**

- уход от спекулятивной модели рынка в меру роста финансовой глубины экономики; отказ от формального копирования международной практики (США, Великобритания, еврозона); развитие смешанной модели рынка, совмещающей market-based (англосаксонская модель) и bank-based (континентальная модель);
- сочетание универсальных коммерческих банков с независимыми инвестиционными банками; развитие смешанной модели венчурной индустрии, основанной на взаимодействии государственных и частных институтов венчурного финансирования (европейский и азиатский опыт);
- все большее насыщение финансовыми активами, новыми инструментами, институтами, финансовыми технологиями (дос-

<sup>1</sup> Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я. М. Миркина. М. : Магистр, 2014.

## 2. Россия в структуре глобальных финансов. Тренды и сценарии будущего

тижение большей степени зрелости, финансовой глубины, секьюритизации);

— диверсификация финансового сектора, переход от структуры незрелых развивающихся рынков (коммерческие банки — 90—95% финансовых активов), к структуре развитых рынков (доля коммерческих банков не выше 60%, остальное — институты рынка ценных бумаг и коллективных инвестиций).

### *Модель регулирования:*

— развитие разноскоростной модели регулирования (разные объемы и жесткость регулирования различных институтов и сегментов финансового рынка в зависимости от природы их рисков и функций, выполняемых в макроэкономике);

— меньшая регулятивная нагрузка, чем в развитых экономиках, учитывая необходимость ускоренно расти для финансового рынка России, его более высокие риски, как развивающегося; выполнение обязательств, накладываемых мировой реформой глобального финансового регулирования (G-8 и G-20) с замедлением в сравнении с развитыми экономиками;

— инвентаризация и снижение избыточных регулятивных издержек, накопленных за два десятилетия; исключение неоправданного регулятивного арбитража между институтами и финансовыми инструментами;

— расширение периметра финансового регулирования. Переход к регулированию и консолидированному надзору за финансовыми конгломератами / финансовыми / банковскими холдинговыми компаниями / пулами инвестиционных активов и их агрегированными рисками, системно значащими финансовыми институтами (коллегии регуляторов). Включение в сферу регулирования внебиржевых рынков, финансовых институтов и инструментов параллельной банковской деятельности и безлицензионного финансового посредничества;

— реструктуризация финансовых институтов (рост капитализации, усиление систем регулирования рисков и конфликтов интересов, особенно в небанковских институтах, создание «китайских стен», адаптация стандартов Базеля, снижение уровня огосударственности и концентрации (олигополии); создание полноценной системы пруденциального надзора за небанковскими финансовыми институтами); перенос центра тяжести с государственного надзора за соблюдением формальных требований законодательства

## 2.6. Программа «финансового форсажа» для России

(внутренний учет, раскрытие информации, правила совершения сделок и т.п.) на пруденциальный надзор;

— реструктуризация / разгосударствление / коммерциализация активов финансовых институтов с государственным участием, имеющих значительные размеры проблемных активов и скрытой убыточности;

— усиление антимонопольного регулирования на финансовом рынке, воссоздание рыночной среды (деконцентрация, реструктуризация крупнейших банков с государственным участием (на основе создания финансовых холдингов, выделения крупных активов), разгосударствление (снижение объемов государственного участия в сети финансовых институтов и в финансовых активах).

**Эмитенты.** Сокращение регулятивных издержек эмитентов, прежде всего компаний малой и средней капитализации (инновационный, быстрорастущий сектор), в сегменте непубличных ценных бумаг. Сокращение списка эмитентов федеральной группы; децентрализация регистрации эмиссий; введение уведомительного порядка регистрации непубличных малых эмиссий; расширение института «полочной регистрации» (аналог США); программа обязательного листинга для крупнейших компаний; для эмитентов, получающих государственное финансирование; для компаний, госучастия в которых приватизируются; создание кросс-листинга на российских и крупнейших международных биржах.

Урегулирование механизмов рынка слияний и поглощений (тендерные предложения, недружественные поглощения, разграничение с рейдерством и т.п.).

**Финансовые инструменты и сделки.** Снижение административных барьеров при эмиссии ценных бумаг, накопленных за два десятилетия; ограничение обращения российских депозитарных расписок как инструмента вывоза капитала офшорными холдинговыми компаниями с российскими активами; стандартизация, включение в периметр регулирования, централизованных расчетов и клиринга всех видов внебиржевых финансовых продуктов; усиление защиты прав кредиторов по долговым инструментам; исключение обширного массива неопределенностей в налоговом законодательстве в части финансового рынка; урегулирование оборота складских свидетельств, новых видов финансовых продуктов (этические финансы, религиозные финансы, гендерные финансы, «зеленые» финансы и т.п.).

**Организаторы рынка, депозитарная, расчетно-клиринговая и учетная инфраструктура.** Реализация концепции «Национального финансового рынка» в целях снижения фрагментарности и транзакционных издержек (аналог — США):

— снижение регулятивных издержек до уровня, позволяющего конкурировать с ключевыми зарубежными торговыми площадками;

— переход к концепции «Русские биржи» (Spanish Exchanges, OMX Exchanges (Скандинавия, Прибалтика), Hong Kong Exchanges) — создание интегрированной биржевой, депозитарной и расчетно-клиринговой структуры, объединяющей все биржи организованных финансового и товарного рынков. В этих рамках формирование крупного биржевого центра ценообразования на энергоносители и металлы, интеграция с формируемой биржей энергоносителей, создание биржевого рынка квот на выбросы парниковых газов (аналог — климатические биржи за рубежом);

— обеспечение условий для создания альтернативных торговых систем.

**Информационная инфраструктура.** Переориентация информационной базы финансовых регуляторов на нужды микро- и макропруденциального надзора, переход на полностью электронные форматы; развитие системы ценовых индикаторов, ценовых центров и централизованных систем раскрытия информации о всех сегментах внебиржевых рынков (репо, облигации, коммерческие бумаги, деривативы, свопы, продукты секьюритизации и т.п.);

— преодоление информационных асимметрий, обеспечение свободного доступа массового инвестора к финансовой информации. Восстановление бесплатной общедоступной системы раскрытия данных о рынке (эмитентах, финансовых посредниках, инвесторах) в собственности государства (аналогия — Edgar, США);

— обеспечение информационной прозрачности рейтинговых агентств (собственность, корпоративное управление, конфликты интересов, методики рейтинга), введение элементов надзора в дополнение к государственной аккредитации; отказ от преференций по отношению к международным рейтинговым агентствам в ущерб российским; создание института обязательного рейтинга для сверхкрупных эмиссий;

— расширение области применения МСФО и консолидированной отчетности в реальном секторе и небанковских финансовых институтах;

— формирование полноценной системы статистики финансового рынка, адекватной по уровню денежно-кредитной статистике.

**Регулирование.** Интервенционизм, активизм государства в развитии финансового рынка. Переход от модели регулирования, основанной на жестких предписаниях, к модели, в центре которой принципы, соглашения, стандарты, прецеденты, с переносом основного объема работы по формированию стандартов и правил в саморегулируемые организации. Преодоление фрагментарности системы регулирования.

Предупреждение перерегулирования (излишнего регулирования) в форматах G-20. Реализация принципов мировой регулятивной реформы с отставанием от G-7, еврозоны и других развитых стран.

Возобновление деятельности и обеспечение публичности (раскрытие информации) Совета при Президенте РФ по развитию финансового рынка. Введение ежегодных «Основных направлений государственной политики на финансовом рынке» и отчетов мегарегулятора.

Завершение формирования мегарегулятора, увеличение его ресурсной базы (обеспечение операционной способности, необходимой для выполнения функций). Возврат к отдельному ведомству — мегарегулятору (вместо регулятора в составе Банка России)<sup>1</sup>.

Создание системы гарантирования и страхования частных инвестиций (компенсационных фондов СРО финансовых посредников, покрывающих риски невыполнения обязательств перед клиентами, либо централизованных систем резервирования средств с участием государства).

Формирование полноценной системы макро- и микропруденциального надзора за всеми видами финансовых институтов, в том числе системно значащими и холдинговыми (коллегии регуляторов), за крупными торговыми позициями; создание механизмов урегулирования системного риска (мониторинг, раннее оповещение, обмен данными, координация властей, чрезвычайные действия, линии ликвидности).

<sup>1</sup> Анализ аргументов см.: Миркин Я. М. Предпосылки и последствия создания мегарегулятора // Журнал Новой экономической ассоциации. 2013. № 3(19). С. 135—138.

Создание специализированных судов (применением законодательства об акционерных обществах, финансовом рынке, защите прав инвесторов).

### Интеграция России в мировые финансовые рынки

**Постсоветское пространство.** Осуществление программы мер по интеграции финансовых рынков стран СНГ / ЕврАзЭС / ТС — ЕЭП, обеспечивающих их консолидацию и увеличение объемов инвестиционных ресурсов. Унификация / гармонизация законодательства стран СНГ / ЕврАзЭС по финансовому рынку и акционерных обществах. Интеграция биржевых рынков ценных бумаг и деривативов по аналогу валютного рынка (взаимный допуск нерезидентов ТС — ЕЭП для торговли на биржах).

Взаимное признание:

— государственной регистрации ценных бумаг. Разрешение на вывоз и допуск к обращению ценных бумаг. Внедрение программы кросс-листинга;

— лицензий, аттестатов, выданных для ведения деятельности на финансовом рынке (двойной паспорт, суперлицензия).

**Международный финансовый центр (МФЦ)** с многоуровневой архитектурой:

*МФЦ в широком смысле*

— национальный проект «Финансовая площадка Россия» (аналог — Германия, 1990-е гг.), создание в РФ финансового центра для постсоветских и других развивающихся рынков (примеры — Варшава, Вена, Франкфурт, Лондон);

— Москва как МФЦ (создание удобной среды для нерезидентов; программа льгот (налоги, аренда, доступ к иным ресурсам города); система управления проектом в структуре города (аналоги — Лондон, Франкфурт);

*МФЦ в узком смысле*

— МФЦ как агентство (членство дает право на налоговые льготы по сделкам «нерезидент — нерезидент» (аналоги — Дублин, Ванкувер, Монреаль, Алматы));

— международный сегмент на биржах для сделок нерезидентов между собой, под налоговые льготы (аналоги — Стамбул, Алматы);

— две свободные финансово-банковские зоны (Калининград и Сочи) под юрисдикцией РФ, обеспечивающие информационную прозрачность и имеющие статус сотрудничающих с налоговыми властями (аналоги — Великобритания (острова Мэн, Гернси, Джерси), Дубай). В качестве одного из возможных компонентов МФЦ — применение британского права (вариант — специализированный суд) по операциям участников МФЦ между собой.

**Создание структуры МФЦ в узком смысле.** Обязательные составляющие:

— специальное законодательство, направленное на снижение регулятивных издержек и рисков участников МФЦ, гармонизированное с правилами и обычаями международного финансового оборота (с ключевыми рынками, ориентированными на нерезидентов (Лондон));

— особый порядок регулирования и судопроизводства, обеспечивающий доверие инвесторов (вариант — учреждение специального суда);

— обособленное местоположение (варианты — выделенный территориальный анклав или административно-территориальная единица с особым статусом);

— организационно-юридическая обособленность (юридическое лицо, имеющее особый статус, участие в котором является свидетельством членства в МФЦ, сегмент финансового рынка специально созданным для него юридическим и налоговым режимами и т.п.);

— признание полученных за рубежом регистраций, лицензий, аттестатов финансовых институтов и специалистов — участников финансового рынка, юридического статуса финансовых инструментов для параллельного обращения на рынках МФЦ, программы кросс-листинга;

— система налоговых и иных льгот для нерезидентов — участников МФЦ (широкая международная практика — по всем видам налогов);

— инфраструктура международного класса; привилегированный доступ, в том числе ценовой, к недвижимости, находящейся в государственной собственности;

— спецрежим, снижающий регулятивные издержки (визы, регистрации, имущественные права и т.п.);

## 2. Россия в структуре глобальных финансов. Тренды и сценарии будущего

— обособленная система управления МФЦ (создание уполномоченного органа государственной власти, подразделения в системе городского управления); специализированное агентство (примеры — Лондон, Франкфурт, Париж, Дубай, офшорные финансовые центры, Казахстан); некоммерческая организация «Московский МФЦ» (примеры — Дублин, Ванкувер, Монреаль);

— политика создания МФЦ (программы государства и крупного города, развивающего финансовый центр, подкрепленные финансовыми ресурсами);

— создание пула крупных иностранных финансовых институтов — поставщиков ликвидности для запуска российского проекта МФЦ.

### Финансы инноваций

Развитие сети федеральных и региональных институтов развития в государственной и смешанной собственности до операционной способности, позволяющей принять массовый поток инноваций (за счет бюджета, ГЧП).

Диверсификация видов венчурных институтов, снижение их регулятивных издержек, налоговые стимулы (малые инновационные предприятия, фонды целевого капитала, фонды поддержки научной, научно-технической, инновационной деятельности, региональные фонды содействия развитию малых форм предпринимательства в научно-технической сфере, фонды развития инфраструктуры венчурных инвестиций, отраслевые инвестиционные фонды финансирования инноваций в приоритетных и базовых отраслях и т.п.).

Наращивание бюджетного финансирования инноваций (достижение расходов на НИОКР в ВВП уровня выше среднего по странам ОЭСР — 2,3%).

Создание национальных систем:

— раскрытия информации об инновациях (создание «массового потока»);

— коммерциализации интеллектуальных результатов, получаемых в госсекторе экономики, за счет бюджетных средств (федеральный, субфедеральный, региональный уровни).



## Список литературы

- Дынкин А.* (ред.). Стратегический глобальный прогноз 2030 / Под ред. А. А. Дынкина; ИМЭМО РАН. М. : Магистр, 2011.
- Миркин Я.* Регулирование глобальной финансовой сферы // Дынкин А. (ред.). Глобальная перестройка / под ред. А. А. Дынкина, Н. И. Ивановой; ИМЭМО РАН. М. : Весь мир, 2014. С. 71—92.
- Миркин Я.* Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М. : Альпина Паблишер, 2002.
- Миркин Я.* Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М. : Кнорус, Гелеос, 2011.
- Миркин Я., Кудинова М., Левченко А., Бахтараева К., Жукова Т., Буна-  
тян А.* Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика. М. : Магистр, 2014.
- Миркин Я.* Финансовый конструктивизм. М. : Лингва-Ф, 2014.
- Офманис Я.* Цикл изменения курса евро — доллар // Мировая экономика и международные отношения. 2005. № 9. С. 102—107.
- Улюкаев А.* Болезненная трансформация мировой экономики. М. : Институт Гайдара, 2014.
- Beck T., Demirgüç-Kunt A.* Financial Institutions and Markets across Countries and over Time — Data and Analysis. Wash. : World Bank, May 2009.
- 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.
- Gerding E. F.* Bubbles, Law and Financial Regulation. N.Y. : Routledge, 2014.
- Greenspan A.* The Map and the Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting. N. Y. : The Penguin Press, 2013.
- 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.

Список литературы

- 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.
- Over-regulated America // The Economist. 18 February 2012.
- Perez C.* Technological Revolutions and Financial Capital: The Dynamics of Bubbles and Golden Ages. Edward Elgar Publishing Ltd. 2002.
- 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. Washington : Institute for International Economics, 2003. P. 36—56.
- Tausch A.* The Hallmarks of Crisis. A New Center-Periphery Perspective on Long Cycles. Innsbruck University, MPRA Paper No. 48356, July 2013.
- World Bank Development Report 1989: Financial Systems and Development. Wash. : World Bank, 1989.



Приложение

## Тренд «гармонизация, расширение периметра регулирования»

*Макропруденциальный надзор.* Кризисы 2007—2013 гг. с особой силой показали, что нездоровье, неблагоприятное управление, «мисменеджмент» могут относиться не только к микроуровню, к конкретным финансовым институтам, но и к финансовой системе страны и ее 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 микропруденциальным, объектом которого является банк, другой финансовый институт).

Есть ли что-то новое в этой идее? Нет. Эта тема развивалась еще 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 учрежден Форум финансовой стабильности (Financial Stability Forum (FSF)). 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 жестких механизмов внутри центральных банков и глобальных структур регулирования (Совет по финансовой стабильности<sup>1</sup>, Европей-

<sup>1</sup> Financial Stability Board (FSB) с участием России и других развивающихся стран.



ский совет по системному риску (European Systemic Risk Board (ESRB)) в рамках ЕС).

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)<sup>1</sup>;

— *глобальные стандарты* (их пока (2013 г.) нет, скорее, это пространство отдельных проектов, текстов, обобщений)<sup>2</sup>;

— *индикаторы системного риска*, модели его *анализа*, системы *мониторинга* риска (пока разрозненная практика)<sup>3</sup>; запуск *системы раннего предупреждения* об усилении системных рисков, угрожающих мировой экономике и глобальным финансам (на стадии создания)<sup>4</sup>;

— *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. 1). 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.

Таблица 1. Примеры инструментов регулирования системного риска\*

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 подъема, при циклическом росте кредита и цен финансовых активов

<sup>1</sup> The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies. IMF, January 2013.

<sup>2</sup> Macroprudential Policy Tools and Frameworks. Progress Report to G20. FSB, IMF, BIS, 27 October 2011; Macroprudential Policy: An Organizing Framework. IMF, March 2011.

<sup>3</sup> «Панель системного риска» (Systemic Risk Dashboard) МВФ; Global Financial Stress Index (BofA Merrill Lynch), the Composite Indicator of Systemic Stress (ECB), Macro Prudential Indicators (Fitch Ratings).

<sup>4</sup> Система раннего предупреждения МВФ / Совета по финансовой стабильности (IMF — FSB Early Warning Exercise).

Окончание табл. 1

Инструмент	На стадии циклического роста экономики
«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 расчетах достаточности капитала с учетом активов, взвешенных по уровню риска)
Динамическое резервирование	Увеличение при финансовых перегревах уровня обязательных резервов в центральном банке, в системах страхования депозитов, в компенсационных фондах в целях 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, объемы 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 расчетах достаточности капитала с учетом активов, взвешенных по уровню риска)
Налоги	Налоги на транзакции, непрофильные обязательства

\* 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. 1) делает возможным вмешательство монетарных / надзорных властей в деятельность финансовых институтов в размерах, которые нельзя было себе представить до кризиса 2007—2009 гг.

*Системно значимые финансовые институты*<sup>1</sup>. Основная идея — усиление пруденциального надзора за крупнейшими институтами, за концентрацией в них рисков. Банкротство, неликвидность финансового института второго или третьего порядков вызовет волатильность, но не приведет 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 2007—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))<sup>2</sup>. Поскольку все эти институты — *финансовые конгломераты*<sup>3</sup>, 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, платежные системы, клиринговые и расчетные организации, особенно когда они выполняют функции центрального депозитария, центрального контрагента).

<sup>1</sup> Systemically Important Financial Institutions (SIFI).

<sup>2</sup> В ноябре 2012 г. в списке глобальных системно значимых финансовых организаций (G-SIFIs) состояли 29 глобальных банковских конгломератов: Bank of America, Bank of China, Bank of New York Mellon, Banque Populaire CdE, Barclays, BBVA, BNP Paribas, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Group Crédit Agricole, HSBC, ING Bank, JP Morgan Chase, Mitsubishi UFJ FG, Mizuho FG, Morgan Stanley, Nordea, Royal Bank of Scotland, Santander, Société Générale, Standard Chartered, State Street, Sumitomo Mitsui FG, UBS, Unicredit Group, Wells Fargo.

<sup>3</sup> Холдинги, объединяющие коммерческие и инвестиционные банки, управляющих активами и инвестиционные фонды, страховые компании, операторов недвижимости, офшорные структуры и т.п.

Выделение системно значимых институтов и создание для них коллегий регуляторов — давно известная и рекомендованная идея. Что нового во всем этом? В чем ответ на кризис 2007—2009 гг.?

Впервые это делается в обязательном порядке, создается двухуровневая (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 системно значимыми финансовыми институтами<sup>1</sup>.

*Финансовая архитектура (изменения в регулировании финансовых посредников)*. До кризиса 2007—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 слаберегулируемой или даже непрозрачной зоне, принимая на себя сверхвысокие риски. Во-первых, это полезно, поскольку они сосредоточиваются на финансировании быстрорастущих, 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

<sup>1</sup> 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.

управлением состояниями (wealth management)). И, наконец, не будучи столь объемными, в качестве «острой приправы» к основным потокам глобальных финансов они не добавляют системных рисков.

Кризис 2007—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. Ее 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 левверидж хедж-фондов и компаний частного капитала, секьюритизация проблемных долгов под кредитные деньги, перенакопление долгов за счет их страхования на рынке кредитных дефолтных свопов и др.). В 2000—2007 гг. объем открытых позиций по внебиржевым деривативам по нарицательной стоимости вырос в 6,3 раза до 595,7 трлн долл. США<sup>1</sup>.

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.)<sup>2</sup>. При этом тяжесть регулирования должна оставаться меньшей, чем для банков. Остается 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).

<sup>1</sup> BIS Semiannual OTC Derivatives Statistics 2000—2007.

<sup>2</sup> См., например: IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation. IOSCO, June 2010; 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; Global Developments in Securitization Regulation: Final Report. IOSCO, November 2012; Policy Recommendations for Money Market Funds: Final Report. IOSCO, October 2012; Hedge Funds Oversight. IOSCO, June 2009; Hedge Fund Matrix — база данных по международным стандартам деятельности хедж-фондов, созданная IOSCO и международными ассоциациями финансовых институтов альтернативных инвестиций и хедж-фондов.

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 окруженными 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 «теньями», регистрация банков, финансирующих теневые институты, раскрытие связей с ними, ужесточение пруденциального надзора.

*Финансовая архитектура (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<sup>1</sup> (нестандартных срочных контрактов, портфелей из них, сделок, которыми они создаются), репо, кредитования ценными бумагами. Эти рынки загоняются в централизованную модель (вместо децентрализованной до кризиса)<sup>2</sup>. В этой идее нет ничего нового. Новое — в последовательности и жесткости ее применения регуляторами.

В централизованной модели условия сделок, даже уникальных, подлежат максимальной стандартизации<sup>3</sup>. 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 том числе к допуску на рынок (ка-

<sup>1</sup> Over-The-Counter (OTC) Derivatives.

<sup>2</sup> OTC Derivatives Market Reforms. Third Progress Report on Implementation. FSB, June 2012; Securities Lending and Repos: Market Overview and Financial Stability Issues: Interim Report of the FSB Workstream on Securities Lending and Repos. FSB, April 2012.

<sup>3</sup> 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; особенные условия создаются приложениями.

питал, операционная способность, уровень рисков), к качеству и предельной величине активов, являющихся обеспечением по сделкам, к марже (авансы, вносимые под расчеты по сделкам), к размеру позиций (по стоимости, числу контрактов) и т.п. Централизованные рынки дают возможность обязать дилеров / маркет-мейкеров, отвечающих за ликвидность рынка, повышенными требованиями к капиталу и управлению рисками.

Расчеты и клиринг для любых деривативов, в том числе внебиржевых (заключенных 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 расчетно-клиринговые организации с повышенными требованиями к капиталу и управлению рисками. Центральный контрагент и многосторонний неттинг (зачет) позиций, коллективные клиринговые гарантийные фонды, выделение наиболее крупных и надежных 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 расчетно-клиринговых систем, должны превратить внебиржевые рынки из черного ящика в информационно открытое пространство.

В акциях и долговых ценных бумагах должен работать сходный принцип: даже если сделки являются внебиржевыми, то клиринг и расчеты 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 расчеты, центральный депозитарий, торговый репозиторий, то риски их участников (сто-

рон по сделкам) оцениваются более жестко и требования к капиталам повышаются.

В итоге централизованная модель (биржи, электронные торговые платформы, централизованные расчеты 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 рейтинга<sup>1</sup>. 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)<sup>2</sup>, 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).

*Финансовая архитектура (офшорные зоны)*. Офшоры — один из краеугольных камней мировой финансовой архитектуры. На них

<sup>1</sup> Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. IOSCO, 2008.

<sup>2</sup> Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings. FSB, October 2010; Thematic Peer Review on the FSB Principles for Reducing Reliance on Credit Rating Agency (CRA) Ratings. FSB, Standing Committee on Standards Implementation. Note by the Secretariat for the SCSI meeting on 6—7 December 2012, November 2012; Roadmap and Workshop for Reducing Reliance on CRA Ratings. FSB Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, November 2012.

приходится 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 (US GAO, 2007). Счет офшорам идет на десятки (от 40 до 70). До 30% стран мира имеют те или иные признаки офшоров. Именно офшоры стали местом пребывания большей части теневых / параллельных банковских структур, на основе которых возник кредитный перегрев, приведший к кризису 2007—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 ведет операционную деятельность. Каждая юрисдикция сама решает, какой уровень налогов в ней должен быть (ОЭСР).

Вместе с тем после кризиса 2007—2009 гг. возник тренд вымывания офшоров из финансовой архитектуры, усиленного давления на них. Продолжилось регулятивное наступление, начатое еще в 1990-е гг.<sup>1</sup> Основная идея — уменьшение регулятивного и налогового арбитража 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 стран<sup>2</sup>, усилить собственное финансовое регулирование в соответствии с международными стандартами. В ином случае они признаются не сотрудничающими юрисдикциями, включаются в черные и серые списки, связи с ними преследуются национальными налоговыми властями и финансовыми регуляторами. Дирижером этих процессов, держателем баз данных, инициатором международных правил и соглашений в этой области является ОЭСР (в сотрудничестве с МВФ, ФАТФ (FATF),<sup>3</sup> группой служб финансовой разведки «Эгмонт»).

*Рекапитализация финансового сектора.* Кризис 2007—2009 гг. показал недостаточность капиталов банков и других финансовых 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 Базель-I, а затем Базель-II Базельского комитета по банковскому надзору)<sup>1</sup>, стартовавшая в 1990-е гг., перешла в *тренд усиленной рекапитализации* банков и других видов финансовых институтов (Базель-III)<sup>2</sup>, создания для них клетки из жестких конструкций пруденциальных нормативов, твердой рукой форматирующих 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 счет 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 стресстестированию, более жесткому 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 сектора<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), работающий на базе Банка международных расчетов в Базеле (BIS).

<sup>2</sup> Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework, Comprehensive Version. BSBS, BIS, June 2006; Enhancements to the Basel II Framework. BCBS, BIS, July 2009 вместе с пакетом стандартов и рекомендаций BIS, относящихся к отдельным аспектам формирования капитальной базы в рамках Basel-II; Basel-III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems. BCBS вместе с пакетом стандартов и рекомендаций BIS, относящихся к отдельным аспектам формирования капитальной базы в рамках Basel-III; BIS, June 2011; Core Principles for Effective Banking Supervision. BCBS, September 2012.

<sup>3</sup> 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

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> См.: OECD Global Forum on Transparency and Exchange of Information for Tax Purposes; OECD Agreement on Exchange of Information on Tax Matters; OECD Jurisdictions Committed to Improving Transparency and Establishing Effective Exchange of Information in Tax Matters; A Progress Report on the Jurisdictions Surveyed by the OECD Global Forum in Implementing the Internationally Agreed Tax Standard 2009—2011.

<sup>3</sup> FATF List of High — Risk and Non-Cooperative Jurisdictions; International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation — the FATF Recommendations.

*Система частных интересов, формирующая динамику финансовых рынков.* Кризис 2007—2009 гг. обнаружил, что механизм вознаграждений, сложившийся в финансовых институтах (бонусная система), жестко ориентирован на краткосрочную прибыль, на спекулятивные перегревы, но не на стимулирование устойчивого роста экономики и ее капитализации за счет 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 принципов<sup>1</sup>.

Новый механизм регулирования вознаграждений включает<sup>2</sup>: информационную прозрачность; возможность ограничительного вмешательства регулятора; учет 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.

---

and Recommendations. BCBS, IAIS, IOSCO, January 2010; Standard and Guidance Paper on the Structure of Capital Resources for Solvency Purposes. IAIS, October 2009; IOPS Principles of Private Pension Supervision, November 2010; Good Practices for Pension Funds' Risk Management Systems. OECD, IOPS, January 2011 и многие другие.

<sup>1</sup> OECD Principles of Corporate Governance 2004.

<sup>2</sup> 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.

Научное издание

*Миркин Яков Моисеевич*

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ И РОССИЯ  
В СТРУКТУРЕ ГЛОБАЛЬНЫХ ФИНАНСОВ:  
ФИНАНСОВОЕ БУДУЩЕЕ, МНОГОЛЕТНИЕ ТРЕНДЫ

Издание не подлежит маркировке  
в соответствии с п. 1 ч. 2 ст. 1 ФЗ № 436-ФЗ

Сдано в набор 12.03.2015.  
Подписано в печать 15.12.2015. Формат 60 × 90<sup>1</sup>/<sub>16</sub>.  
Печать цифровая. Гарнитура «Ньютон».  
Усл. печ. л. 11,0. Тираж 500 экз. Заказ

ООО «Издательство «Магистр».  
101000, Москва, Колпачный пер., 9А.  
Тел.: (495) 621-62-95.  
e-mail: magistr-book@mail.ru

---

Официальным дистрибьютором Издательства «МАГИСТР»  
является ООО «Научно-издательский центр ИНФРА-М»:

127282, Москва, ул. Полярная, д. 31В, стр. 1

Тел.: (495) 280-15-96, 280-33-86. Факс: (495) 280-36-29

E-mail: [books@infra-m.ru](mailto:books@infra-m.ru); [www.infra-m.ru](http://www.infra-m.ru)

**По вопросам приобретения книг обращайтесь:**

Отдел продаж «ИНФРА-М» (оптовая продажа):

127282, Москва, ул. Полярная, д. 31В, стр. 1

Тел. (495) 280-15-96; факс (495) 280-36-29

E-mail: [books@infra-m.ru](mailto:books@infra-m.ru)

**Отдел «Книга—почтой»:**

тел. (495) 280-15-96 (доб. 246)

---