

**Глобальные финансы:  
архитектура, распределение активов,  
тренды**

**19 февраля 2022 г.**

**Зав. отделом международных рынков капитала  
ИМЭМО РАН  
д.э.н., проф. Я.М.Миркин**



## Чем занимаемся?

- **Архитектура глобальных финансов**
- **Распределение глобальных активов**
- **Длинные тренды и циклы, в которых живут финансовые рынки. 5 – 10-летняя перспектива**
- **Концентрации финансовых рисков. Рухнет хоть что-нибудь когда-нибудь?**

# «Однополярная» финансовая архитектура – 2000 – 2010-е гг.



# Риски восстановления докризисной модели глобальных финансов. **Сверхконцентрации**



Финансовые рынки, инфраструктура рынков, портфельные инвестиции, центры ценообразования на товарные и финансовые активы

**Нью-Йорк – Чикаго – Лондон - офшоры**



Прямые инвестиции

**Нидерланды – Люксембург – офшоры**



Валютная система

**Доллар - евро**



Стабилизационные механизмы

**МВФ + ФРС + ЕЦБ**

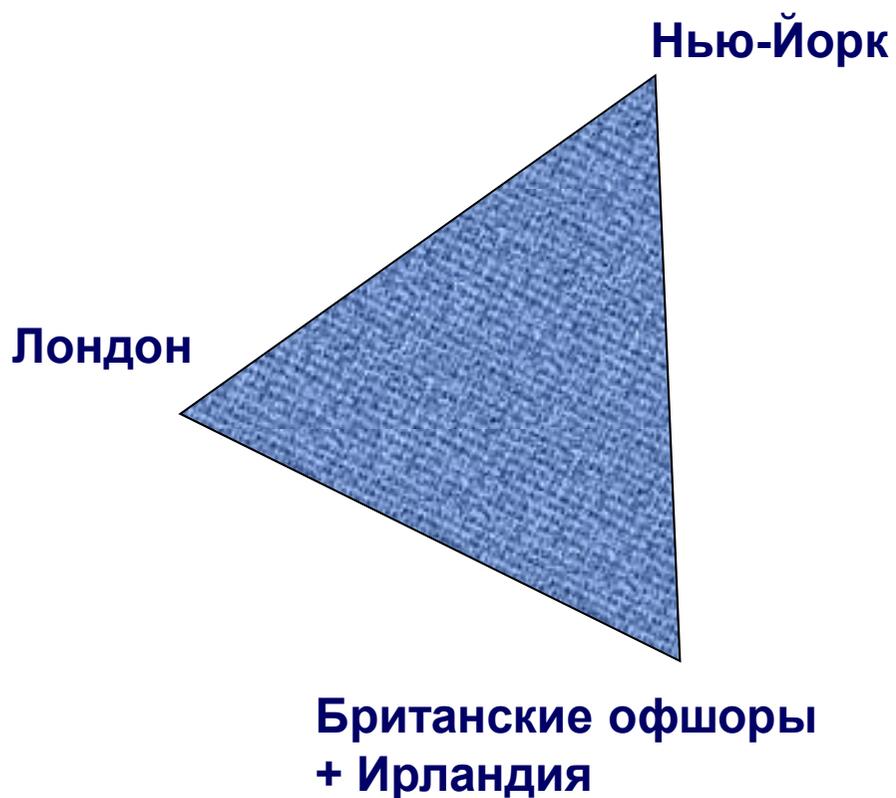


Финансовая политика, финансовое регулирование

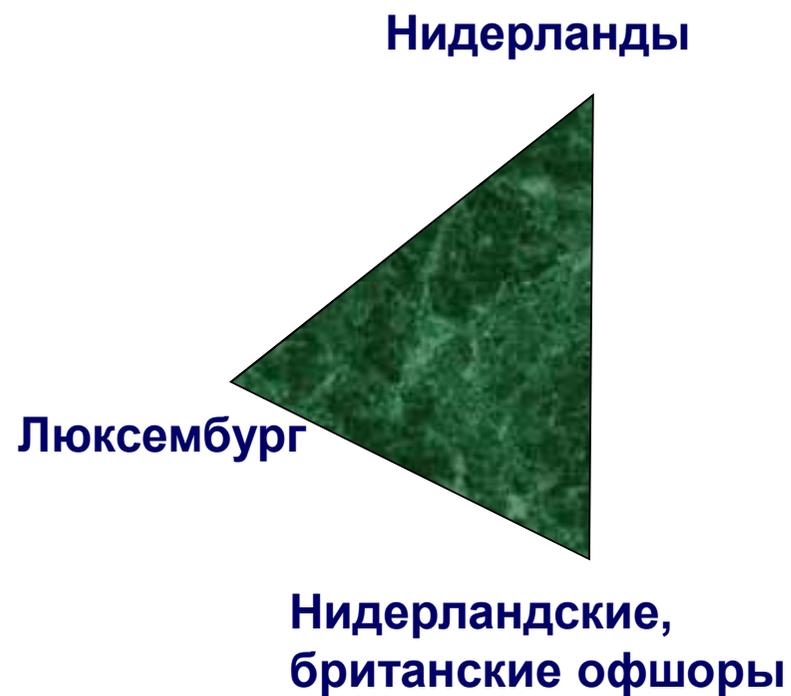
**МВФ + БМР + ФРС + ЕЦБ**

# Мировая экономическая / финансовая архитектура

Англо-саксонское ядро  
портфельных инвестиций



Центр прямых инвестиций  
в странах Бенелюкс



# Модели финансовых рынков - 1

Разные модели финансовых рынков, их разное поведение:

англо-саксонская, континентальная, азиатская, латиноамериканская и т.д.

	<b>США «Акционеры»</b>	<b>Германия, континентальная модель «Стейкхолдеры»</b>
<b>Модель поведения населения</b>	<p>Выше принимаемые риски                      Выше мобильность                      Ниже стремление к протекционизму, быть в иерархии</p>	<p>Ниже принимаемые риски                      Ниже мобильность                      Выше стремление к протекционизму, быть в иерархии</p>
<b>Модель экономики</b>	Капитализм акционеров	Капитализм «стейкхолдеров» (контролирующих акционеров)
<b>Огосударвленность экономики</b>	Резко ограниченная	Заметно присутствие государства в собственности и как экономического агента
<b>Модель компании</b>	<p>Рост капитализации                      Выше капитализация</p>	<p><b>Дивиденды</b>                      Доступ к финансовым и денежным потокам, капитализация – только на рынке M&amp;A</p>

# Модели финансовых рынков - 2

	<b>США «Акционеры»</b>	<b>Германия, континентальная модель «Стейкхолдеры»</b>
<b>Модель финансирования компании</b>	<b>Акционерный капитал, потом долги</b>	<b>Преимущественно долговая</b>
<b>Модель финансовой системы</b>	<b>Основанная на рынке, market-based</b>	<b>Основанная на банках, кредитах, bank-based</b>
<b>Модель финансирования инноваций</b>	<b>«Американская модель» Частный венчур с последующей капитализацией на рынках small caps</b>	<b>Расширенное участие государства, как правило, отсутствие капитализации</b>
<b>Рынки финансовых инноваций</b>	<b>Процветающие, быстро растущие</b>	<b>Подавленные, догоняющие «англо-саксонскую модель»</b>

## Распределение активов: глобальная денежная масса

Страна	Доля в ВВП мира (по номиналу, в текущих ценах), %		Доля в денежной массе мира (Широкие деньги, в долл. США), %	
	2001	2020	2001	2020
<b>Страны англо-саксонского и континентального «ядер» глобальных финансов</b>				
Мир, в т. ч.	100	100	100	100
<b>США</b>	<b>31,4</b>	<b>24,8</b>	<b>25,1</b>	<b>19,5</b>
Еврозона	19,5	15,3	13,8	13,1
Великобритания	4,9	3,2	5,4	3,7
Всего	55,8	43,3	44,3	36,3
<b>Страны азиатского ядра глобальных финансов</b>				
Япония	13,0	6,1	27,6	12,3
<b>Китай</b>	<b>3,9</b>	<b>17,4</b>	<b>6,2</b>	<b>26,0</b>
Южная Корея	1,6	1,9	1,2	2,3
Индия	1,5	3,2	1,0	2,0
Всего	20	28,6	36,0	42,6

# Распределение активов: международные валютные резервы

Валюта	Доля в распределенных валютных резервах, %	
	2001	2021 июль
<b>Англо-саксонское ядро глобальных финансов</b>		
<b>Доллар США</b>	<b>71,5</b>	<b>59,2</b>
<b>Фунт стерлингов</b>	<b>2,7</b>	<b>4,8</b>
<b>Австралийский доллар</b>	<b>н/д</b>	<b>1,8</b>
<b>Канадский доллар</b>	<b>н/д</b>	<b>2,2</b>
<b>Доля</b>	<b>74,2</b>	<b>68,0</b>
<b>Континентальное ядро глобальных финансов (Европа)</b>		
<b>Евро</b>	<b>19,2</b>	<b>20,5</b>
<b>Швейцарский франк</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
<b>Доля</b>	<b>19,4</b>	<b>20,7</b>
<b>Англо-саксонское + Континентальное «ядра» глобальных финансов</b>		
<b>Доля</b>	<b>93,6</b>	<b>88,7</b>
<b>Азиатское ядро глобальных финансов</b>		
<b>Японская иена</b>	<b>5,0</b>	<b>5,8</b>
<b>Юань</b>	<b>≈ 0</b>	<b>2,6</b>
<b>Доля</b>	<b>5,0</b>	<b>8,4</b>
<b>Прочие валюты</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>
<b>Всего</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

# Распределение активов: международный валютный рынок

Валюта	Доля в оборотах на глобальном внебиржевом валютном рынке, %	
	2001	2019
<b>Англо-саксонское ядро глобальных финансов</b>		
<b>Доллар США</b>	<b>90</b>	<b>88</b>
<b>Фунт стерлингов</b>	<b>13</b>	<b>13</b>
<b>Австралийский доллар</b>	<b>4</b>	<b>7</b>
<b>Канадский доллар</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
<b>Доля</b>	<b>111</b>	<b>113</b>
<b>Континентальное ядро глобальных финансов (Европа)</b>		
<b>Евро</b>	<b>38</b>	<b>32</b>
<b>Швейцарский франк</b>	<b>6</b>	<b>5</b>
<b>Шведская крона</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>Норвежская крона</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
<b>Датская крона</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>Польский злотый</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>Доля</b>	<b>48</b>	<b>43</b>
<b>Англо-саксонское +Континентальное «ядра» глобальных финансов</b>		
<b>Доля</b>	<b>159</b>	<b>156</b>
<b>Азиатское ядро глобальных финансов</b>		
<b>Японская иена</b>	<b>24</b>	<b>17</b>
<b>Юань</b>	<b>0</b>	<b>4</b>
<b>Гонконгский доллар</b>	<b>2</b>	<b>4</b>
<b>Сингапурский доллар</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
<b>Малайзийский ринггит</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Южнокорейская вона</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
<b>Индийская рупия</b>	<b>0</b>	<b>2</b>
<b>Доля</b>	<b>27</b>	<b>31</b>
<b>Российский рубль</b>	<b>0</b>	<b>1</b>

# Распределение активов: рынки акций

Юрисдикция	Капитализация внутренних компаний, прошедших листинг, трлн долл. США	
	2003	2018
<b>Мир</b>	<b>33,18</b>	<b>78,79</b>
<b>Англо-саксонское ядро глобальных финансов</b>		
<b>США</b>	<b>15,14</b>	<b>30,31</b>
<b>Доля в мире, %</b>	<b>45,6</b>	<b>38,7</b>
<b>Великобритания</b>	<b>2,42</b>	<b>3,35</b>
<b>Канада</b>	<b>0,91</b>	<b>1,94</b>
<b>Австралия, Новая Зеландия</b>	<b>0,71</b>	<b>1,34</b>
<b>Итого – англо-саксонское ядро</b>	<b>19,18</b>	<b>36,94</b>
<b>Доля в мире, %</b>	<b>57,8</b>	<b>46,9</b>
<b>«Континентальное» ядро глобальных финансов (Европа)</b>		
<b>Еврозона</b>	<b>4,84</b>	<b>7,48</b>
<b>Швейцария</b>	<b>0,72</b>	<b>1,45</b>
<b>Норвегия, Польша, Чехия, Венгрия</b>	<b>0,18</b>	<b>0,49</b>
<b>Итого – «континентальное ядро»</b>	<b>5,74</b>	<b>9,42</b>
<b>Доля в мире, %</b>	<b>17,3</b>	<b>12,0</b>
<b>«Восточное ядро» глобальных финансов</b>		
<b>Китай</b>	<b>0,51</b>	<b>6,3</b>
<b>Гонконг</b>	<b>0,71</b>	<b>3,8</b>
<b>Сингапур</b>	<b>0,15</b>	<b>0,69</b>
<b>Япония</b>	<b>2,95</b>	<b>5,3</b>
<b>Южная Корея</b>	<b>0,33</b>	<b>1,42</b>
<b>Восточное ядро в узком смысле</b>	<b>4,65</b>	<b>17,51</b>
<b>Доля в мире, %</b>	<b>14,0</b>	<b>22,2</b>
<b>Индия, Малайзия, Индонезия, Вьетнам, Бангладеш, Филиппины</b>	<b>0,61</b>	<b>3,67</b>
<b>Восточное ядро в широком смысле</b>	<b>5,26</b>	<b>21,18</b>
<b>Доля в мире, %</b>	<b>15,9</b>	<b>26,9</b>

© Я.М.Миркин

# Конкуренция США и Китая в мировой финансовой иерархии

Показатель	США		Китай	
	2001	2020	2001	2020
Доля в ВВП мира, %	2001	2020	2001	2020
	31,4	24,8	3,9	17,4
Доля в денежной массе мира в долларовом измерении (Широкие деньги), %	2001	2020	2001	2020
	25,1	19,5	6,2	26,0
Доля национальной валюты в распределенных валютных резервах мира, %	2001	2021 июль	2001	2021 июль
	71,5	59,2	≈ 0	2,6
Доля в глобальных расчетах через СВИФТ, %	2012 январь	2021 октябрь	2012 январь	2021 октябрь
	29,7	39,16	0,25	1,85
Доля национальной валюты в оборотах на глобальном внебиржевом валютном рынке, %	2001	2019	2001	2019
	90	88	0	4
Доля в мировой капитализация внутренних компаний, прошедших листинг, %	2003	2018	2003	2018
	45,6	38,5	1,5	8,0
Доля в международной инвестиционной позиции – активы (выборка по ключевым странам), %	2005	2020	2005	2020
	25,6	22,8	2,4	6,2

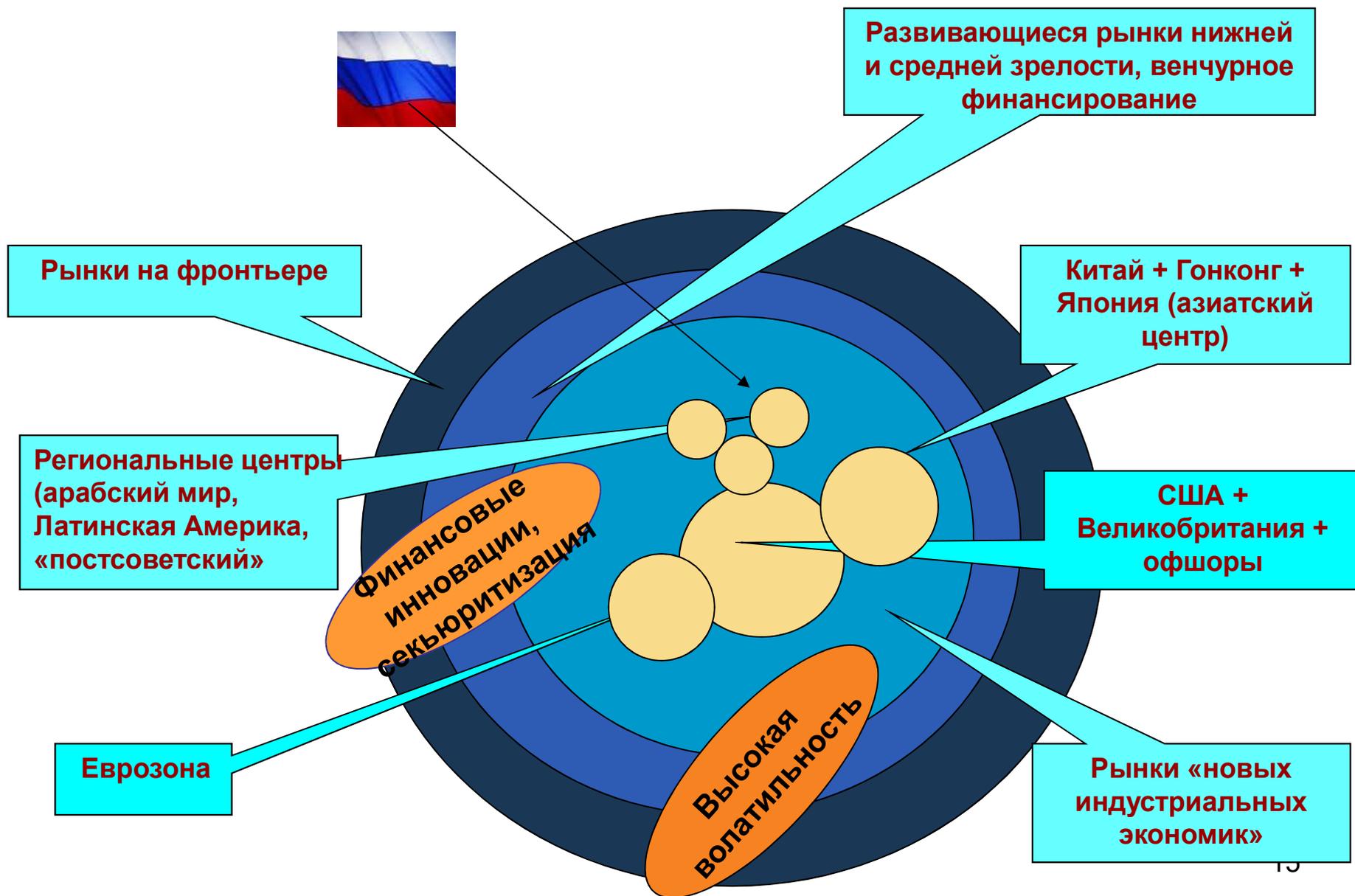
## На какие рынки акций из России идут портфельные инвестиции (2020 г.)?

	В %
<b>Всего</b> (22,2 млрд. долл.)	<b>100</b>
<b>В том числе</b>	
США	51,4
Великобритания	4,5
Ирландия и острова - британские офшоры	12,6
Другие офшоры (Кипр, Люксембург, Нидерланды, Швейцария, Сингапур, Панама)	20,3
Континентальная Европа (Германия, Франция)	0,3
Прочие	10,9

**Длинные тренды и циклы, в  
которых живут финансовые  
рынки**

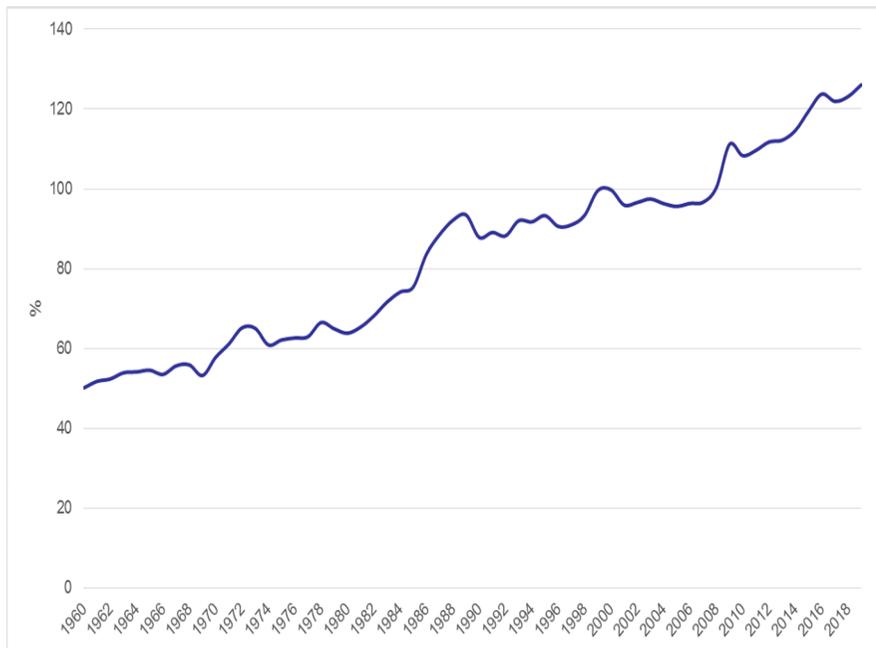
**5 – 10-летняя перспектива**

# «Мультиполярная» финансовая архитектура - будущее

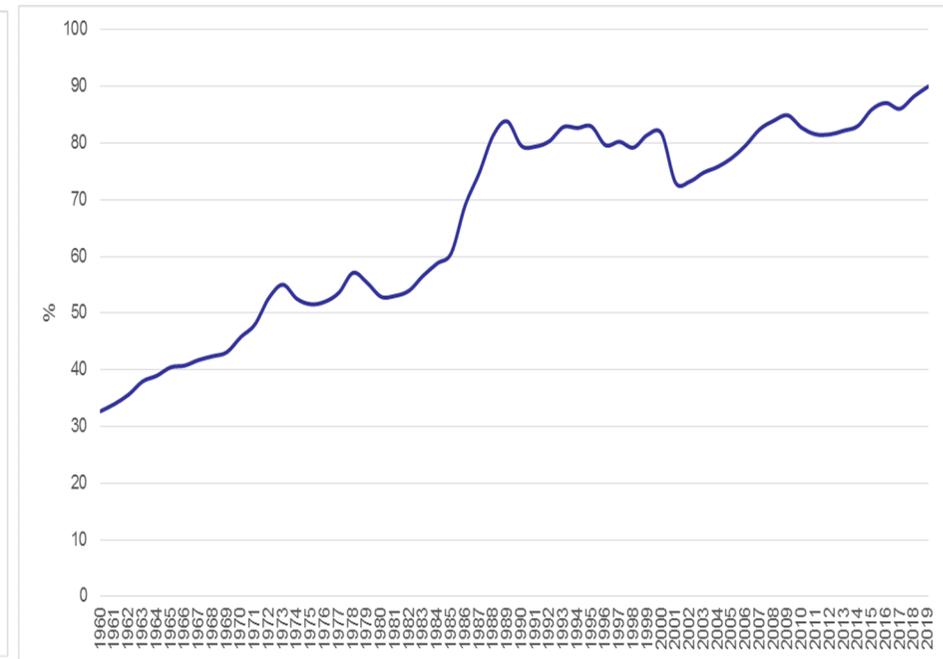


**Мы с большой уверенностью можем прогнозировать, что будут продолжаться длинные тренды – 60 лет**

**№1 Финансовое развитие, рост монетизации, финансиализация, секьюритизация – опережающий рост финансовых активов в сравнении с реальной экономикой. Этот тренд виден 4 века**



**Broad Money/ GDP, %, World, World Bank**



**Domestic Credit to Private Sector by Banks / GDP, %, World, World Bank**

## № 2. Снижение процента, изменение природы банковских посредников (услуги, а не прирост и сохранение капитала) – 40 лет



Вопрос – не увидим ли мы вновь цикличность процента? Его рост?

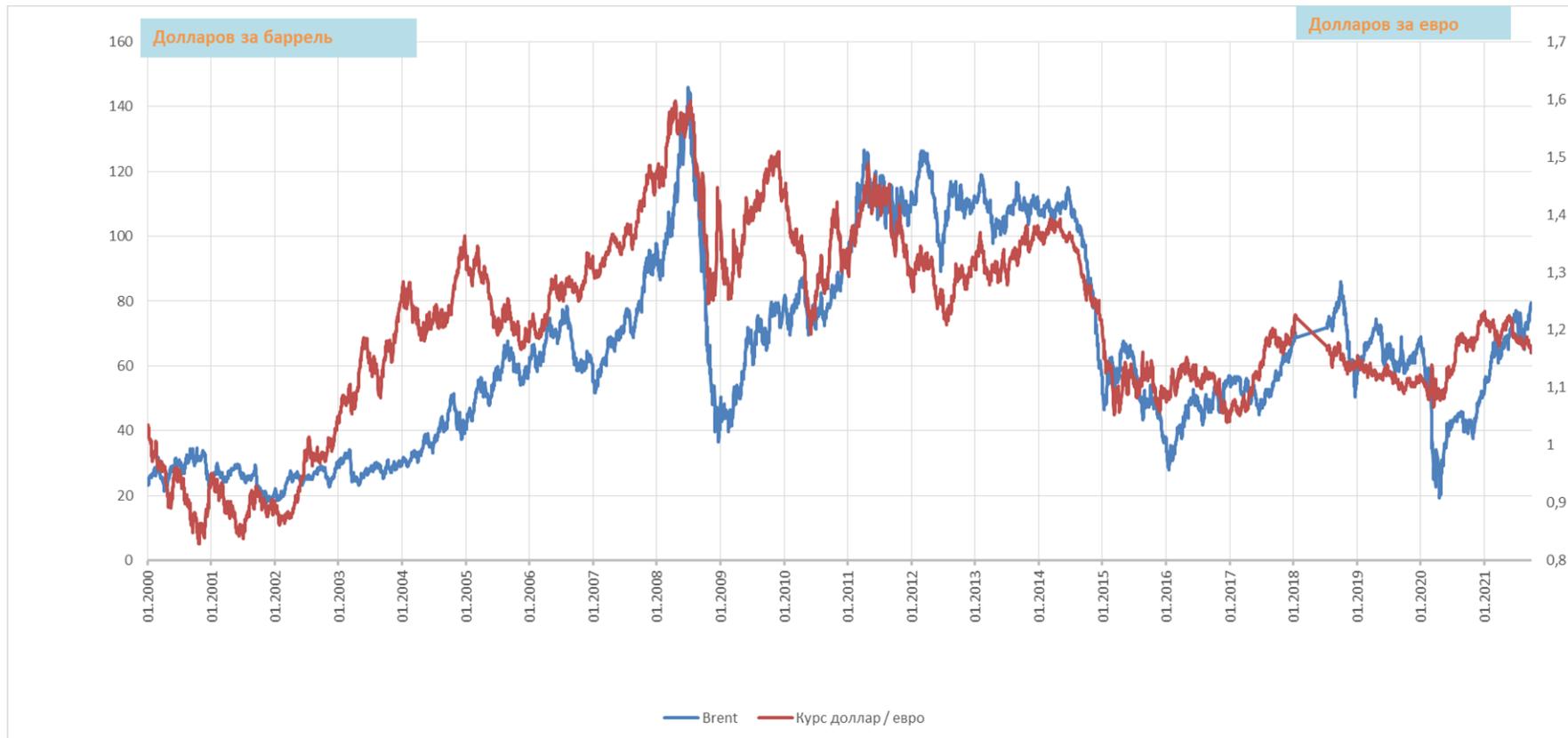
## №3 Длинные финансовые циклы в связи с длинными циклами в реальной экономике

Динамика доллара – евро (корзины валют «евро») – 50 лет.  
Риски кризиса - *f* «тяжелого доллара»



Зависимость цены на нефть от курса доллара к евро

## №4 Финансализация нефти и другого сырья – 20 лет Финансализация новых видов активов – прав на ресурсы, виртуальных активов



Зависимость цены на нефть от курса доллара к евро

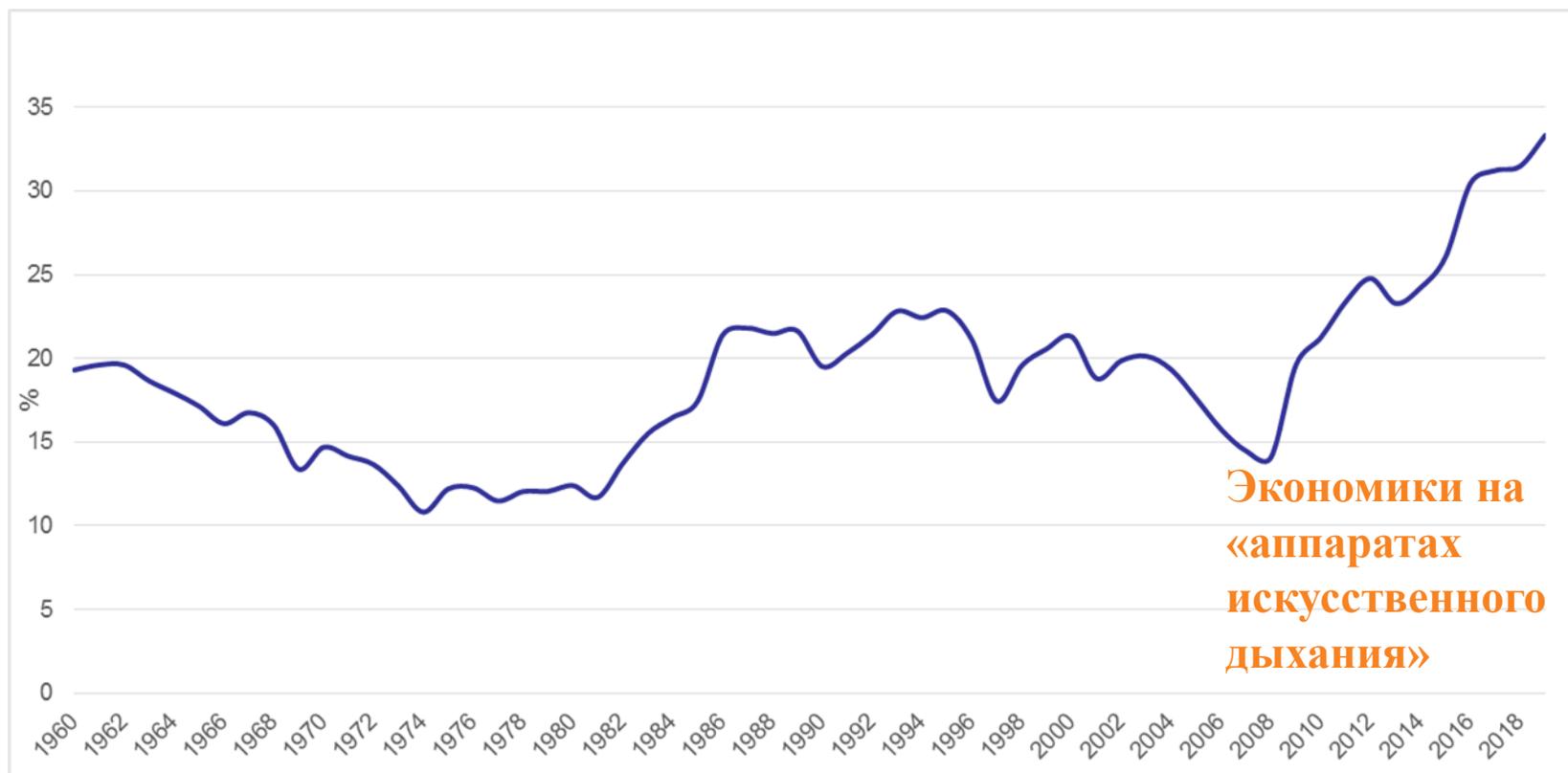
## №5 Были, есть и будут финансовые пузыри, подогреваемые финансиализацией и инфляцией

Total value of all publicly-traded stocks / GDP Ratio



Капитализация внутренних компаний / ВВП, %, США, longtermtrends.net

**№ 6. Рост насыщенности долговыми активами государств, подогреваемые финансиализацией, антикризисным регулированием правительств, расширением функций государств – 60 лет**



**Задолженность центрального правительства / ВВП, %, Мир, World Bank**

**После 2008 г. – экономики на «аппаратах искусственного дыхания»**

**№ 7. Будут возникать все новые и новые финансовые инновации. Регулирование не будет успевать за ними. Взрывы финансовых инноваций во времена технологических революций, неизбежные финансовые пузыри. Через них приходит финансирование в сверхрискованные активы. И кризисы, связанные с ними - неизбежны**



**Динамика биткоин / долл. США, 2017 – 11.2021**

## № 8. Сохранение тесной связи финансовых рынков

### Пример - корреляция рынков акций

Россия – США – 0,86    Россия – Бразилия – 0,93    Россия – Аргентина – 0,90  
(2015 – 2019 гг.)



Рынок акций

## № 9. Финансы катастроф. Рост волатильности

Динамика значимых катастроф и бедствий, единиц

Годы	Геофизические	Климатологические	Гидрологические	Метеорологические	Эпидемиологические	Технологические	Всего событий
1961 - 1965	31	26	77	93	11	42	280
1966 - 1970	72	47	130	130	28	63	470
1971 - 1975	36	29	116	134	6	114	435
1976 - 1980	110	79	206	191	49	186	821
1981 - 1985	110	97	292	284	43	267	1093
1986 - 1990	133	83	358	415	91	845	1925
1991 - 1995	166	87	469	452	109	924	2207
1996 - 2000	152	185	664	519	372	1303	3195
2001 -2005	198	161	900	685	311	1748	4003
2006 - 2010	151	122	1046	575	204	1303	3401
2011 - 2015	159	128	813	609	108	1032	2849
2016 – 2020 (июнь)	124	104	741	512	110	725	2316

EM-DAT,  
CRED /  
UCLouvain,  
Brussels,  
Belgium)



# Концентрации финансовых рисков

Рухнет хоть что-нибудь когда-  
нибудь?

## **Традиционные точки концентрации рисков в глобальных финансах**

- Рынки акций**
- Рынки государственного долга**
- Развивающиеся рынки (пример – Латинская Америка). Кризисы – 1 -2 раза в 10-15 лет**
- Китай? (перманентный ненаступающий кризис)**
- Рынки деривативов (валютных, товарных и т.п.)**
- «Молчащие сегменты» глобальных финансов, с нераскрытой информацией о них**
- Геополитические риски**
- «Черные лебеди»**

## №5 Были, есть и будут финансовые пузыри, подогреваемые финансиализацией и инфляцией

Total value of all publicly-traded stocks / GDP Ratio



Капитализация внутренних компаний / ВВП, %, США, longtermtrends.net

## № 6. Суверенный долг/ ВВП, 2022

	Суверенный долг / ВВП, %, на конец 2022 г. (прогноз)				
	>70 – 80	>80 - 100	>100 - 150	>150 - 200	>200
Системный риск основного уровня	Германия Израиль Финляндия Венгрия Словения Исландия Малайзия	Австрия Индия Бразилия	США Великобри тания Франция Испания Канада Бельгия Португали я Сингапур Багамы Кипр Бахрейн Аргентина	Италия	Япония Греция
Системный риск второго и третьего уровней (менее значимые юрисдикции с позиций силы финансовых инфекций и потенциала)	Коста-Рика Йемен Марокко Монголия Лаос Сенегал Габон Сьерра- Леоне Гвинея- Бисау Руанда Гренада Тринидад и Тобаго Бурунди	Сан-Марино Черногория Албания Хорватия Тунис Пакистан Египет Иордания Сальвадор Ямайка Сент-Люсия Фиджи Гамбия Республика Конго Гана Сейшельски е Острова	Шри- Ланка Мальдивы Антигуа и Барбуда Аруба Барбадос Сент- Винсент и Гренадины Доминика Суринам Белиз Бутан Ангола Замбия Мозамбик	Ливан Маврикий Эритрея Кабо-Верде	Судан Венесуэла
<b>Итого</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>5</b>	<b>4</b>

## США

Из **27** трлн. долл. (на 1 окт. 2020 г.) «публичный долг» (public debt) составляет **21** трлн долл., кроме того, **6** трлн. долл. – межведомственный (intragovernmental debt) (технический, рыночных рисков не имеет) (Debt to the Penny, US Treasury).

Центральный банк, федеральное + местные правительства – чуть больше **50%** «публичного долга» (11,3 трлн. долл. (июль 2020 г.).

Иностранные держатели – почти **1/3** «публичного долга», **6,8** трлн. долл. (июль 2020 г.) (здесь и ниже – Treasury Bulletin.)

**Примерно 15%** публичного долга - внутренние инвесторы.

Пока это достаточно безопасная структура госдолга.

При выходе иностранных инвесторов из госдолга США они будут незамедлительно замещены другими держателями (в т.ч. это может быть центральный банк).



Благодарю за внимание