

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

© 2024

УДК: 339.72

Игорь Балюк

доктор экономических наук,

профессор Финансового университета при Правительстве Российской Федерации
(г. Москва, Российская Федерация)

(e-mail: iabalyuk@fa.ru)

ОСОБЕННОСТИ И ОСНОВНЫЕ ТРЕНДЫ РАЗВИТИЯ СОВРЕМЕННОГО МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА

В статье раскрываются особенности функционирования современного мирового финансового рынка (МФР). Особое внимание уделено анализу специфики цифровизации МФР, которая распространяется на все его сегменты и радикально трансформирует характер их деятельности. В статье сделан вывод о том, что современный МФР не в полной мере обеспечивает эффективное перераспределение финансовых ресурсов между различными контрагентами, что негативно отражается на развитии мировой экономики, в то время как продолжающийся процесс финансовизации мировой экономики еще больше ослабляет связь между операциями на МФР и реальным сектором мировой экономики и повышает уровень глобальной кризисогенности.

Ключевые слова: мировой финансовый рынок, финансовизация мировой экономики, устойчивое финансирование, цифровизация, регулирование мирового финансового рынка.

DOI: 10.31857/S0207367624090037, EDN: AMTPBA

Введение. В условиях финансовизации мировой экономики значительно возросла роль мирового финансового рынка (МФР), который включает в себя совокупность взаимосвязанных национальных и международных рынков, обеспечивающих перераспределение разнообразных финансовых продуктов посредством финансовых институтов [1]. Современный МФР является не только традиционным источником средств для обслуживания реального сектора экономики, но и представляет собой эффективный механизм формирования и наращивания финансового капитала. В настоящее время происходит процесс цифровизации МФР, что требует соответствующей трансформации и совершенствования всех необходимых элементов инфраструктуры, обеспечивающей подготовку, осуществление и последующее обслуживание различных видов финансовых операций.

На развитие современного МФР существенное влияние оказывает обострение различных видов глобальных рисков (политических, экономических, социальных, экологических и др.). В 2024 г., например, в десятках стран мира должны состояться выборы различных уровней, в которых могут принять участие более двух миллиардов человек [2]. Помимо этого, продолжаются вооруженные конфликты в Европе и на Ближнем Востоке. В результате нарастающая геополитическая напряженность в сочетании с замедлением темпов роста мировой экономики усиливает неопределенность на национальных и региональных финансовых рынках, что может стать серьезным препятствием для дальнейшего развития МФР.

В данной статье раскрываются особенности функционирования современного МФР и на основе анализа выявленных автором ключевых проблем и трендов определяются основные направления развития МФР в ближайшей перспективе. Поскольку в мировой научной литературе существуют разные классификации структуры МФР, которая усложнилась в результате цифровизации, автор выделил для проведения научного анализа семь классических базовых сегментов МФР: валютный, кредитный, фондовый, инвестиционный, страховой, деривативный, а также операции с золотом как финансовым инструментом.

Валютный сегмент МФР. Валютный рынок является самым ликвидным сегментом мирового финансового рынка. Причем 98% совокупного объема операций купли-продажи валют приходится на внебиржевой сегмент. В 2010–2022 гг. средний дневной оборот на внебиржевом сегменте мирового валютного рынка увеличился почти в два раза – до 7,5 трлн долл. США¹. Такой рост торговли валютой был связан с продолжающимся процессом финансиализации мировой экономики, увеличением объемов мировой торговли и операций во всех сегментах мирового финансового рынка. Одной из основных причин быстрого роста мирового валютного рынка является рост вложений в более рискованные активы развивающихся стран, требующий повышенного внимания к управлению рисками, включая диверсификацию валютных портфелей и хеджирование [3]. Наряду с этим, в возрастающих объемах проводятся различные операции участниками самого валютного рынка: предпринимателями, хеджерами и спекулянтами. В табл. 1 отражена динамика среднедневного объема торгов на внебиржевом сегменте мирового валютного рынка.

Как видно из табл. 1, в 2010–2022 гг. доля спотовых операций на внебиржевом мировом валютном рынке сократилась с 37 до 28% (в апреле 2016 г. впервые с 2001 г. было отмечено уменьшение стоимостного объема спотовых валютных операций, хотя затем рост возобновился), а удельный вес валютных свопов,

Таблица 1

Динамика среднедневного объема торгов на внебиржевом мировом валютном рынке, млрд долл. США

Инструмент	Апрель 2010 г.	Апрель 2013 г.	Апрель 2016 г.	Апрель 2019 г.	Апрель 2022 г.
Спотовые контракты	1 489	2 047	1 652	1 979	2 107
Форвардные контракты	475	679	700	998	1 163
Валютные свопы	1 759	2 240	2 378	3 198	3 810
Валютно-процентные свопы	43	54	82	108	124
Опционы и другие валютные контракты	207	337	254	298	304
Всего	3 973	5 357	5 066	6 581	7 508

Источник: BIS Triennial Central Bank Survey 2022, p. 9. <https://www.bis.org/statistics/rpfx22.htm>

¹ Triennial Central Bank Survey 2022. Bank for International Settlements. URL: <https://www.bis.org/statistics/rpfx22.htm>.

напротив, возрос с 44 до почти 51%. Это свидетельствует о сохраняющейся нестабильности и кризисогенности мировой валютно-финансовой системы, усилении волатильности валютных курсов и желании участников мирового валютного рынка застраховаться на случай неблагоприятного изменения рыночной конъюнктуры.

В 2010–2022 гг. доллар США укрепил свои позиции в качестве основной мировой валюты (табл. 2).

Таблица 2

**Доли основных валют в структуре внебиржевого мирового валютного рынка
в апреле 2010 г. и в апреле 2022 г., %**

Валюта	Апрель 2022 г.	Апрель 2010 г.
Доллар США	88,5	84,9
Евро	30,5	39,0
Иена	16,7	19,0
Фунт стерлингов	12,9	12,9
Юань	7,0	0,9
Австралийский доллар	6,4	7,6
Канадский доллар	6,2	5,3
Швейцарский франк	5,2	6,3
Гонконгский доллар	2,6	2,4
Сингапурский доллар	2,4	1,4

Примечание: Поскольку в каждой сделке участвуют две валюты, максимальная доля каждой валюты в совокупном обороте мирового внебиржевого рынка равна 200, а не 100%.

Источник: BIS Triennial Central Bank Survey 2022, p. 12. <https://www.bis.org/statistics/rpfx22.htm>

Как видно из табл. 2, заметно возрос удельный вес юаня (с 0,9 до 7,0%), что стало следствием активного развития экономики Китая и расширением масштабов интернационализации национальной валюты (в том числе включение юаня в корзину валют для расчета СДР). На фоне существенного уменьшения доли евро (с 39,0 до 30,5%) и сокращения удельного веса иены возросли доли национальных валют ведущих развивающихся стран (Индия, Бразилия, ЮАР, Мексика, Индонезия, Таиланд), а также развитых стран «второго эшелона» (Канада, Гонконг и Сингапур).

Организацией торговли на внебиржевом мировом валютном рынке занимается относительно небольшое количество маркет-мейкеров. Как правило, к ним относятся крупнейшие банки мира. Однако тенденцией последних лет стало появление на мировом валютном рынке частных компаний, которые специализируются на алгоритмической и высокочастотной торговле. За несколько лет им удалось стать серьезными конкурентами традиционных маркет-мейкеров в лице транснациональных банков. Ведущие маркет-мейкеры на мировом валютном рынке перечислены в табл. 3.

Как видно из табл. 3, на десять ведущих маркет-мейкеров приходится $\frac{2}{3}$ совокупной доли мирового валютного рынка. Кроме того, следует отметить, что в 2022 г. среди ведущих маркет-мейкеров находились две алгоритмические

Таблица 3

Ведущие маркет-мейкеры на мировом валютном рынке в 2022 г.

Название	Доля рынка, %
Deutsche Bank	10,89
UBS	9,69
JP Morgan	8,67
State Street	7,66
XTX Markets	7,14
Jump Trading	5,60
Citi	4,54
Bank of New York Mellon	4,30
Bank of America	3,73
Goldman Sachs	3,65

Источник: Euromoney. URL: <https://assets.euromoneydigital.com/aa/29/5600f1634d7cbef9210e9685e899/euromoney-foreign-exchange-survey-2022-results-press-release.pdf>

торговые компании (XTX Markets и Jump Trading). В настоящее время основной объем мировой торговли валютой приходится на различные специализированные цифровые электронные платформы, которые конкурируют друг с другом, стремясь обеспечить широкому кругу своих клиентов оптимальные условия с точки зрения удобства и скорости проведения валютнообменных операций и минимизации их стоимости.

Кредитный сегмент МФР. В структуре кредитного сегмента МФР по-прежнему доминирует такой традиционный инструмент, как синдицированные кредиты. По данным компании McKinsey, их объем превышает 5 трлн долл. США [4]. При этом более половины совокупного объема составляет доля всего одной страны – США (53%).

Одной из характерных особенностей развития кредитного сегмента МФР в настоящее время является разработка организаторами финансирования сложных структур реализации сделок, связанных с привлечением капитала, в условиях сохраняющихся высоких процентных ставок. Как правило, создаваемые структуры сочетают элементы долговых и квазидолговых инструментов, более строгое ранжирование долга (главный и субординированный долг), а также нетрадиционные схемы уплаты процентов в целях обеспечения различным типам заемщиков оптимальных условий финансирования в действующей макроэкономической среде.

Следует отметить, что последние несколько лет были отмечены ужесточением макроэкономического регулирования финансового рынка. В частности, в декабре 2022 г. в Великобритании было объявлено о принятии пакета нормативных актов, направленных на трансформацию регулирования национального рынка финансовых услуг. Этот пакет получил название «Эдинбургские реформы» (Edinburgh Reforms). Реформы направлены на укрепление суверенитета и независимости Соединенного Королевства в области регулирования своего финансового рынка после выхода из состава Европейского союза. В результате вероятно потенциальные кредиторы в лице банков и небанковских финансовых организаций в ближайшей перспективе займут консервативную выжидательную позицию и будут стараться сдерживать объемы предоставляемых новых кредитов,

предпочитая пролонгировать ранее предоставленные кредиты и максимально ограничивать их сроки.

Можно также предположить, что в нынешних условиях потенциальные кредиторы будут ориентироваться в первую очередь на заемщиков, имеющих международный кредитный рейтинг инвестиционного уровня. При этом данный тип заемщиков может предпочесть заключать двусторонние кредитные соглашения с разными банками, а не многосторонние синдицированные кредиты, поскольку на двусторонней основе заемщики могут добиться для себя более выгодных индивидуальных условий предоставления кредита в отличие от многостороннего кредита, при котором условия для всех кредиторов являются едиными и предъявляются более строгие требования к заемщику.

Одной из особенностей развития современного кредитного рынка является растущее значение кредитов, направляемых на достижение целей устойчивого развития (Sustainable Lending). Наиболее распространены три вида подобных кредитов: «зеленые» кредиты (green loans), социальные кредиты (social loans) и кредиты, связанные с обеспечением устойчивого развития (sustainability-linked loans). Следует отметить, что спрос на инструменты устойчивого финансирования и расширение масштабов их использования был стимулирован пандемией коронавируса [5]. Хотя во второй половине 2023 г. объем данного вида финансирования на кредитном рынке несколько сократился (прежде всего в результате адаптации кредиторов к новым принципам, опубликованным Ассоциацией кредитного рынка (LMA) в начале 2023 г.), тем не менее с учетом глобального стратегического характера данного вида кредитования можно прогнозировать его дальнейший рост.

Наметившаяся тенденция повышения процентных ставок на мировом кредитном рынке на фоне невысоких темпов развития мировой экономики и высокого уровня инфляции может привести к проблемам с рефинансированием кредитов определенной части заемщиков. Во многих странах растет стоимость долгового финансирования для суверенных и корпоративных заемщиков, а также для домохозяйств [6]. В связи с этим можно ожидать увеличения случаев неплатежеспособности и невозврата кредитов, следствием чего, в лучшем случае, станет реструктуризация выданных ранее кредитов, а в худшем — банкротство заемщиков с соответствующими негативными последствиями для кредиторов.

Фондовый сегмент МФР. Фондовый сегмент МФР развивается быстрыми темпами. По нашим расчетам, основанным на официальных статистических данных различных международных финансовых организаций, в 2013–2023 гг. капитализация мирового рынка акций возросла в 1,8 раза, а объем находящихся в обращении долговых ценных бумаг увеличился в 1,4 раза. Если в 2013 г. уровень капитализации мирового рынка акций составлял около 84% величины мирового ВВП, то в 2023 г. этот показатель увеличился до 109%. Что касается объема находящихся в обращении долговых ценных бумаг, то он увеличился в 2013–2023 гг. с 99,8 до 141,0 млрд долл. США, однако по отношению к величине мирового ВВП этот показатель практически не изменился, составляя примерно 134%. Если в 2013 г. объем мирового фондового рынка был равен 217% величины мирового ВВП, то в 2023 г. этот показатель составил уже почти 243%. В табл. 4 содержатся

показатели, характеризующие величину современного мирового фондового рынка с разбивкой на основные страны и группы стран.

Как видно из табл. 4, наибольшая доля мирового фондового рынка принадлежит США. В 2023 г. на США приходилось 42,5% мирового рынка акций и 39,0% мирового рынка долговых ценных бумаг. Причем в 2013–2023 гг. стоимость акций и долговых ценных бумаг эмитентов из США росла быстрее национального ВВП, в результате чего соотношение «Стоимость долевых и долговых ценных бумаг/ВВП» увеличилось с 3,5 до 3,8 раза. Самый значительный рост объема ценных бумаг в обращении (в 3,8 раза) был отмечен в Китае (в первую очередь это касается долговых ценных бумаг, стоимость которых увеличилась в 4,7 раза). Стоимость ценных бумаг эмитентов из Китая росла намного быстрее национального ВВП, и в 2013–2023 гг. соотношение «Стоимость долевых и долговых ценных бумаг/ВВП» увеличилось в 2 раза (с 92,6 до почти 190%). В итоге по стоимости долевых и долговых ценных бумаг Китай вышел на второе место на мировом фондовом рынке, значительно опередив Японию (если не брать в расчет совокупную долю стран еврозоны, в которой указанное выше соотношение почти не изменилось).

В других странах, включенных в табл. 4, итоговые результаты оказались неодинаковыми. Если во Франции и Японии соотношение «Стоимость долевых и долговых ценных бумаг/ВВП» увеличилось (причем в Японии рост частично был обусловлен уменьшением величины ВВП страны), то в Германии и Соединенном Королевстве,

Таблица 4

Объем мирового фондового рынка в 2013 г. и в 2023 г.

Страна/ Группа стран	Капитализация рынка акций, трлн долл. США		Долговые ценные бумаги в обращении, трлн долл. США		Долевые и долговые ценные бумаги, трлн долл. США		Валовый внутренний продукт, трлн долл. США		Долевые и долговые ценные бумаги/ ВВП, %	
	2013	2023	2013	2023	2013	2023	2013	2023	2013	2023
В целом в мире, в том числе:	62,5	115,0	99,8	141,0	162,3	256,0	74,7	105,4	217,3	242,9
США	22,3	48,9	36,9	55,0	59,2	103,9	16,8	27,3	352,4	380,6
Япония	4,6	6,1	12,2	11,5	16,8	17,6	4,9	4,2	342,9	419,0
Страны еврозоны	7,5	12,6	22,5	24,0	30,0	36,6	12,9	15,5	232,6	236,1
Германия	2,0	2,2	4,3	4,6	6,3	6,8	3,6	4,4	175,0	154,5
Франция	2,1	3,6	4,7	6,1	6,8	9,7	2,8	3,0	242,8	323,3
Соединенное Королевство	4,0	3,1	5,8	5,8	9,8	8,9	2,5	3,3	392,0	269,7
Китай	3,9	10,9	4,9	22,9	8,8	33,8	9,5	17,8	92,6	189,9

Источники: данные МВФ, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Risk-Taking-Liquidity-and-Shadow-Banking-Curbing-Excess-While-Promoting-Growth>; SIFMA, <https://www.sifma.org/resources/research/fact-book>; CEIC, <https://www.ceicdata.com/en/indicator>; BMP, <https://data.bis.org/topics/DSS/tables-and-dashboards>; Всемирный банк, <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>

напротив, было отмечено уменьшение данного соотношения. Следует отметить, что совокупная стоимость долевых и долговых ценных бумаг Соединенного Королевства в 2013–2023 гг. сократилась на 9,2% (это было обусловлено уменьшением стоимости акций).

В инфраструктуре мирового фондового рынка важную роль играют фондовые биржи (особенно это касается мирового рынка акций). В табл. 5 отражены десять крупнейших фондовых бирж мира в настоящее время.

Как видно из табл. 5, на десять крупнейших фондовых бирж мира приходится 81,3% от совокупной капитализации глобального рынка акций (для сравнения: в 2013 г. доля десяти крупнейших фондовых бирж мира составляла 76,6%). Кроме того, на две крупнейшие фондовые биржи мира приходится 46,8% от совокупной капитализации глобального рынка акций (для сравнения: в 2013 г. доля двух крупнейших фондовых бирж мира составляла 37,4%). Это свидетельствует о набирающей силу тенденции повышения степени концентрации капитала на мировом фондовом рынке.

В 2013 г. в структуре мирового фондового рынка 61,5% приходился на долговые ценные бумаги. Однако к 2023 г. доля долговых ценных бумаг снизилась до 55,0%. Иными словами, в 2023 г. на каждые 100 долл. США рынка акций во всем мире приходилось 122 долл. США в долговых ценных бумагах (для сравнения: в 2013 г. — 160 долл. США). Отмеченное изменение соотношения между долевыми и долговыми ценными бумагами было связано с более активной переориентацией участников мирового фондового рынка (прежде всего нефинансовых корпораций) на выпуск акций в качестве основного и более привлекательного источника привлечения капитала по сравнению с долговым финансированием. В то же время за последнее десятилетие возросли объемы эмиссий государственных облигаций (особенно после начала пандемии коронавируса в 2020 г.) [7].

Инвестиционный сегмент МФР. Мировой рынок прямых иностранных инвестиций (ПИИ) играет крайне важную роль в обеспечении устойчивого развития мировой экономики и реализации ESG-принципов (речь идет о принципах

Таблица 5

Крупнейшие фондовые биржи мира, март 2024 г.

Название	Капитализация, трлн долл. США
Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE)	28,42
НАСДАК (NASDAQ)	25,43
Евронекст (Euronext)	7,22
Биржевая группа Японии (Japan Exchange Group)	6,66
Шанхайская фондовая биржа	6,55
Национальная фондовая биржа Индии	4,65
Шэньчжэньская фондовая биржа	4,10
Биржи Гонконга (Hong Kong Exchanges)	3,87
Группа Лондонской фондовой биржи (LSE Group)	3,42
TMX Group (Канада)	3,21
Всего 10 бирж	93,53

Источник: Statista <https://www.statista.com/statistics/270126/largest-stock-exchange-operators-by-market-capitalization-of-listed-companies>

деятельности компании, основанных на защите окружающей среды, создании благоприятных социальных условий, добросовестном отношении к сотрудникам и клиентам и надлежащем корпоративном управлении). В период с 2000 по 2023 г. максимальные значения глобального объема ПИИ (около 1,8 трлн долл. США) были отмечены в 2007 г. накануне мирового финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. и в 2015 г., когда мировая экономика смогла, в основном, восстановиться после кризиса, и одним из главных вопросов повестки дня стало ускорение инвестиционного процесса. На рис. 1 показана динамика величины ПИИ в глобальном масштабе в 2000–2023 гг.

Как видно из рис. 1, глобальные ПИИ отличает заметная волатильность. Так, например, в пандемийном 2020 г. величина ПИИ сократилась с 1,5 до 1,0 трлн долл. США, в 2021 г. произошло существенное увеличение до 1,6 трлн долл. США, а в течение 2022–2023 гг. объем глобальных ПИИ находился на одном и том же уровне (1,3 трлн долл. США). Стагнация на мировом рынке инвестиций обусловлена прежде всего обострением геополитической ситуации, фрагментацией мировой экономики и мировых финансов, усилением протекционистских настроений в сфере международной торговли и ухудшением условий финансирования в глобальном масштабе.

В 2023 г. на 46% сократился объем сделок, связанных со слияниями и поглощениями (M&As), и на 26% уменьшилось количество сделок в сфере проектного финансирования. Однако после десяти лет постепенного спада на 2% увеличилось количество сделок, связанных со строительством новых промышленных объектов (рост был обеспечен за счет развивающихся стран) [8].

В табл. 6 отражена региональная структура глобальных ПИИ в 2023 г.

Как видно из табл. 6, на мировом рынке инвестиций основная доля (около 70%) приходится на развивающиеся страны, а в региональной структуре лидируют

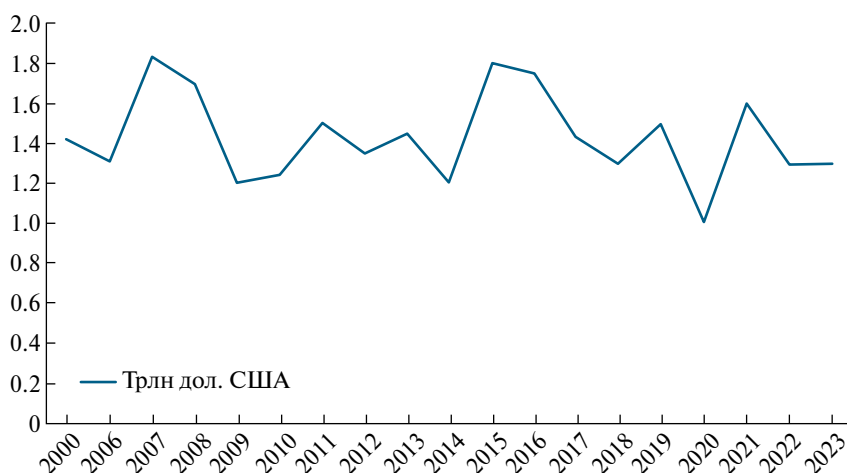


Рис. 1. Динамика величины прямых иностранных инвестиций в глобальном масштабе в 2000–2023 гг.

Источник: данные ЮНКТАД (World Investment Report за соответствующие годы). URL: <https://unctad.org/publications-search?f%5B0%5D=product%3A397>

Таблица 6

**Региональная структура глобальных
прямых иностранных инвестиций и их распределение
по группам стран в 2023 г.**

Регион / Группа стран	Величина ПИИ, млрд долл. США	Изменение по сравнению с 2022 г., %
Европа	16	...
Северная Америка	361	–5
Африка	53	–3
Азия	621	–8
Латинская Америка и страны Карибского бассейна	193	–1
Развитые страны	464	+9
Развивающиеся страны	867	–7
Наименее развитые страны	31	+17

Источник: данные World Investment Report 2024. URL: <https://unctad.org/publication/world-investment-report-2024>

страны Азии (примерно половина совокупного объема глобальных ПИИ). В то же время следует отметить, что в 2023 г. было отмечено сокращение объема ПИИ как в страны Азии (на 8%), так и в развивающиеся страны в целом (на 7%).

С точки зрения отраслевой структуры в 2023 г. существенно сократились инвестиции в инфраструктурные проекты и в проекты, связанные с цифровыми технологиями. В то же время выросли объемы инвестиций в проекты, интегрированные в глобальные цепочки создания стоимости, в т.ч. в автомобильной и электронной промышленности, а также в машиностроении. Кроме того, почти в два раза увеличилось количество инвестиционных проектов, связанных с добычей и переработкой важнейших полезных ископаемых.

Сохраняющаяся фрагментация мировой экономики и мировых финансов вносит коррективы в инвестиционные стратегии мультинациональных производственных корпораций (МНК). В последнее время они предпочитают инвестировать в производственные проекты (особенно в стратегических отраслях), реализуемые поблизости от стран, в которых зарегистрированы штаб-квартиры МНК (это прежде всего страны Европы и США), а также сокращать вложения в страны с иным внешнеполитическим курсом [9]. С учетом отмеченных особенностей, в настоящее время наиболее перспективными регионами для развития бизнеса МНК считаются Западная Азия, Северная Африка и Центральная Америка.

Страховой сегмент МФР. На протяжении последних десяти лет страховой сегмент МФР ежегодно рос в среднем почти на 5% (в 2023 г. рост составил 7,5%) [10]. Такой быстрый рост был обусловлен нестабильностью мировой экономики в период после глобального финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. [3]. За последние три года совокупный размер страховых премий увеличился на 1,1 трлн евро (или на 21,5%). Однако с учетом инфляции рост страховых премий за указанный период времени был незначительным и составил

всего 0,7%. В 2023 г. величина страховых премий достигла 6,2 трлн евро, из которых 42% пришлось на страхование жизни, 35% – на страхование имущества и страхование от несчастных случаев, а 23% – на страхование здоровья [10].

В сегменте страхования жизни основная доля (39,0% от совокупного объема) приходится на страны Азии. При этом около половины составляет доля Китая. Что касается сегмента страхования имущества и страхования от несчастных случаев, то здесь безоговорочным лидером являются страны Северной Америки (54,2% от совокупного объема).

Следует отметить, что, несмотря на рост удельного веса развивающихся стран и стран с формирующимся рынком в структуре мирового страхового рынка (например, за последние десять лет Китай увеличил свою долю почти в два раза, до 10,6%), США не только сохранили, но и упрочили свое лидерство, увеличив свою долю с 41,2 до 44,2%. При этом уменьшился удельный вес традиционных страховых центров мира в лице стран Западной Европы и Японии (на 6,7 и 2,7 процентных пункта соответственно).

В настоящее время с точки зрения платежеспособности, ликвидности и прибыльности мировой страховой рынок находится в относительно стабильном состоянии, однако прогнозирование перспектив его дальнейшего развития затруднено из-за серьезной неопределенности траектории движения мировой экономики [11]. Обострение геополитических рисков и связанная с этим фрагментация мировой экономики, ограничение возможностей для развития бизнеса, ужесточение норм и стандартов макро- и микрорегулирования, нестабильное состояние мировых финансов, включая быстрый рост глобальной задолженности, а также ряд других факторов могут оказать негативное влияние на устойчивость развития мирового страхового рынка.

Если негативные сценарии развития событий не оправдаются, то в этом случае в ближайшие десять лет, по прогнозу немецкой страховой компании Allianz, совокупная величина страховых премий в мире вырастет на 5 трлн евро. В сегменте страхования жизни половина роста премий будет обеспечена странами Азии. При этом по темпам роста лидером окажется Индия, однако по совокупному объему Китай сохранит за собой первое место. В сегменте страхования имущества и страхования от несчастных случаев темпы роста премий в Азии будут самыми высокими, но по совокупному объему лидером останется Северная Америка.

Деривативный сегмент МФР. На мировом рынке деривативов доминирует внебиржевой сегмент (в конце 2023 г. на его долю приходилось 88,5% мирового рынка деривативов²). Считается, что быстрый и неконтролируемый рост мирового рынка внебиржевых деривативов стал одной из главных причин глобального финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. Если в конце 2006 г. номинальная сумма действующих внебиржевых деривативных контрактов, по данным Банка международных расчетов, составляла 418,1 трлн долл. США, то в конце 2007 г. она увеличилась до 585,9 трлн долл. США, а в конце 2009 г. достигла уже почти 604 трлн долл. США (рис. 2), превысив величину мирового ВВП в десять раз.

В посткризисный период национальными и международными регуляторами финансовых рынков были предприняты меры, направленные на усиление

² URL: https://data.bis.org/topics/OTC_DER/tables-and-dashboards

контроля и надзора за внебиржевыми операциями с деривативами. В результате с 2014 г. номинальная сумма действующих внебиржевых деривативных контрактов начала уменьшаться и в конце 2016 г. составила 482,4 трлн долл. США. Однако поскольку основные причины нестабильности мировой экономики и мировых финансов не были устранены, с 2017 г. на мировом рынке деривативов возобновился постепенный рост, и в конце 2023 г. номинальная сумма действующих внебиржевых деривативных контрактов достигла 667,0 трлн долл. США (в 1,4 раза больше по сравнению с концом 2016 г.).

Что касается инструментальной структуры мирового рынка внебиржевых деривативов, то следует отметить, что в конце 2023 г. 97% совокупного объема рынка составляли процентные и валютные деривативы (79,4 и 17,7% соответственно). Для сравнения: на их долю в конце 2006 г. приходилось около 87% (табл. 7). Рост удельного веса процентных и валютных деривативов связан с желанием участников финансового рынка застраховать основные рыночные риски (в данном случае риск неблагоприятного изменения валютного курса и риск неблагоприятного изменения плавающих процентных ставок).

Как видно из табл. 7, в инструментальной структуре мирового рынка внебиржевых деривативов заметно уменьшилась доля кредитных деривативов (с 8,9 до 1,3%). Вероятно, главной причиной этого является невысокая надежность данного финансового инструмента и связанная с этим недостаточная степень страховой защиты покупателя кредитного дериватива от риска неплатежа, поскольку при использовании данного инструмента риск заемщика просто перекладывается на контрагента по кредитному деривативу, который может оказаться не в состоянии выполнить свои обязательства в случае неплатежа заемщика. Глобальный финансово-экономический кризис 2008–2009 гг. показал, что «некоторые финансовые организации могут быть чрезмерно оптимистичны по поводу использования кредитных деривативов и могут брать на себя необоснованно высокие риски,

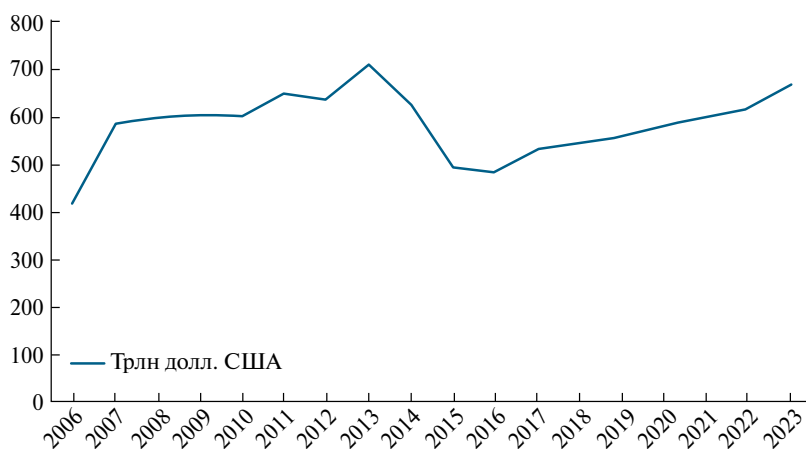


Рис. 2. Динамика рынка внебиржевых деривативных контрактов в 2006–2023 гг. (на конец года)

Источник: данные Банка международных расчетов. URL: https://data.bis.org/topics/OTC_DER/BIS%2CWS_OTC_DERIV2%2C1.0/H.A.A.A.5J.A.5J.A.TO1.TO1.A.A.3.C?view=observations

Таблица 7

**Инструментальная структура мирового рынка внебиржевых деривативов в 2006 г.
и в 2023 г. (на конец года)**

Инструмент	2006 г., трлн долл. США	2006 г., % от сово- купного объема	2023 г., трлн долл. США	2023 г., % от сово- купного объема
Процентные деривативы	315,9	75,5	529,8	79,4
Валютные деривативы	48,8	11,7	118,0	17,7
Деривативы, связанные с акциями	8,6	2,1	7,8	1,2
Товарные деривативы	7,3	1,7	2,2	0,3
Кредитные деривативы	37,1	8,9	8,7	1,3
Прочие деривативы	0,4	0,1	0,5	0,1
Всего	418,1	100,0	667,0	100,0

Источник: данные Банка международных расчетов. URL: https://data.bis.org/topics/OTC_DER/BIS%2CWS_OTC_DERIV2%2C1.0/H.A.A.A.5J.A.5J.A.TO1.TO1.A.A.3.C?view=observations

которые в случае кризиса могут привести к дефолту заемщика и, соответственно, огромным убыткам по кредитным деривативам» [12].

В настоящее время одним из актуальных трендов развития мирового рынка внебиржевых деривативов является уменьшение валовой рыночной стоимости обращающихся внебиржевых деривативов. В первую очередь это связано с процентными деривативами. В 2022 г. повышение базовой ставки ФРС США привело к повышению рыночной стоимости непогашенных деривативных контрактов. Поскольку с середины 2023 г. базовая ставка ФРС США перестала повышаться, рыночная стоимость процентных деривативов стала постепенно снижаться.

Операции с золотом на МФР. Золото является высоколиквидным активом на мировом финансовом рынке наряду с валютами, ценными бумагами и другими финансовыми активами. Так, например, в 2023 г. в среднем ежедневно на биржевом и внебиржевом рынке заключались сделки с золотом на сумму 162,6 млрд долл. США, что превосходит среднедневной объем продаж векселей (U.S. T-Bills) Казначейства США (161,1 млрд долл. США)³.

Главными центрами торговли золотом являются внебиржевой рынок Лондона, фьючерсный рынок в США и Шанхайская биржа золота. На их долю приходится более 90% мирового рынка золота. Ко второстепенным рынкам золота относятся Дубай, Индия, Япония, Сингапур и Гонконг. Они выполняют функции локальных или региональных торговых центров. Например, Гонконг уже давно обслуживает китайский рынок, а Сингапур является центром региональной торговли золотом для стран АСЕАН.

Цена на золото устанавливается в Лондоне как для спотовых сделок, так и для долгосрочных контрактов (LBMA gold price). Эти цены служат ориентиром для

³ URL: <https://www.gold.org/goldhub/data/gold-trading-volumes>

всех участников мирового рынка золота. Цены на золото устанавливаются также отдельно на некоторых локальных и региональных рынках. На рис. 3 показана динамика цены на золото в 2006–2024 гг.

Как видно из рис. 3, цена на золото отличается высокой степенью волатильности. В январе 2006 г. тройская унция стоила 556 долл. США, а в августе 2024 г. – 2415 долл. США. Поскольку золото используется как резервный финансовый актив, спрос на него резко возрастает в периоды кризисов. Когда же ситуация на финансовом рынке стабилизируется, спрос на золото уменьшается и, соответственно, снижается его цена. В табл. 8 показана структура предложения и спроса на золото в 2023–2024 гг.

Как видно из табл. 8, основной спрос на золото формируется на внебиржевом рынке, который вырос за год на 53%, а также со стороны производителей ювелирных изделий и центральных банков разных стран мира, приобретающих золото в качестве резервного актива. Крупнейшим неправительственным держателем золотых резервов является Международный валютный фонд, работающий с правительствами стран-заемщиков и стран-доноров [13]. В настоящее время спрос на золото находится на высоком уровне, о чем свидетельствует повышение цены на золото за год на 18% при росте предложения золота за тот же период на 4%.

По прогнозам экспертов банка J.P. Morgan Chase, в ближайшей перспективе цена на золото снижаться не будет, и в конце 2024 г. тройская унция будет стоить около 2500 долл. США⁴. Сохранение высоких цен на золото будет обусловлено обострением геополитических рисков, ожидаемым снижением базовой ставки ФРС США и увеличением дефицита бюджета США, а также стремлением застраховаться от глобального роста инфляции.

Особенности цифровизации МФР. Как было отмечено во Введении, в настоящее время происходит активная цифровизация МФР, которая распространяется на все

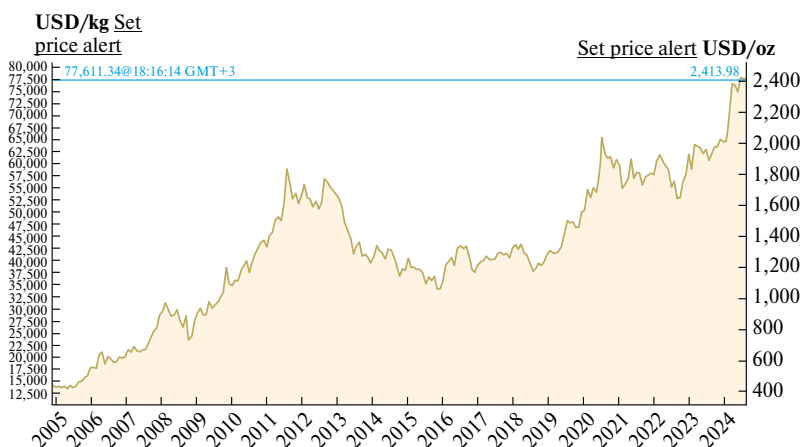


Рис. 3. Динамика цены на золото в 2006–2024 гг., долл. США за 1 тройскую унцию

Источник: Galmarley Limited <https://www.bullionvault.com/gold-price-chart.do>

⁴ Will gold prices hit another all-time high in 2024? 15.07.2024. URL: <https://www.jpmorgan.com/insights/global-research/commodities/gold-prices>

Таблица 8

Структура предложения и спроса на золото, тонны

Предложение	2 кв. 2023 г.	2 кв. 2024 г.	Изменение, %
Добытое золото	899,7	929,1	3
Чистое хеджирование добывающих компаний	–15,7	–6,3	–
Переработанное золото	324,0	335,4	3
Совокупное предложение	1207,9	1258,2	4
<i>Спрос</i>			
Изготовление ювелирных изделий	494,1	410,6	–17
Золото, используемое в производстве	72,8	81,1	11
Инвестиции	252,6	253,9	1
Покупка центральными банками и другими институтами	173,6	183,4	6
Внебиржевой рынок	214,9	329,2	53
Совокупный спрос	1207,9	1258,2	4
Цена, доллары США/тройская унция	1975,9	2338,2	18

Источник: данные World Gold Council. URL: <https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-q2–2024>

его сегменты и радикально трансформирует характер их деятельности. Цифровизация МФР, системные проявления которой начались в 1990-е годы [14], ведет к формированию глобальной цифровой экосистемы и новых условий функционирования, в рамках которых можно осуществлять одноранговые транзакции без участия традиционных посредников, обеспечивать максимально возможную прозрачность сделок и сохранность информации, совершать операции с любым участником цифровой системы в любое время и из любого места без необходимости получения специального разрешения от соответствующего органа регулирования финансового рынка [15]. Новая финансовая экосистема, получившая название «децентрализованные финансы» (DeFi), предлагает различные финансовые продукты и услуги без участия централизованных финансовых посредников, используя смарт-контракты, основанные на применении технологии блокчейн.

Одним из таких инновационных инструментов привлечения финансирования являются цифровые облигации (digital bonds). Они позволяют сократить расходы и время на подготовку сделки, а также обеспечить доступ широкому кругу потенциальных инвесторов. Следует отметить, что количество эмиссий цифровых облигаций постепенно увеличивается, и, как считают некоторые эксперты, именно облигации в настоящее время являются наиболее развитым финансовым инструментом цифровизации реальных мировых активов [16].

Если после дебютной эмиссии цифровых облигаций в 2018 г. [17] ежегодно размещалось 3–5 выпусков на сумму не более 200 млн долл. США, то в 2023–2024 гг. международное рейтинговое агентство S&P Global присвоило кредитные рейтинги 14 подобным сделкам на сумму около 1,6 млрд долл. США [18]. Принципиально новый уровень в сфере эмиссии цифровых облигаций был достигнут в мае 2024 г.,

когда Всемирный банк разместил не на частной, а на публичной платформе SDX, аффилированной со швейцарской биржей SIX, 7-летние облигации на сумму 200 млн швейцарских франков, расчеты по которым будут проводиться с использованием оптовой цифровой валюты центрального банка (ЦБЦБ), выпущенной Национальным банком Швейцарии. Однако, несмотря на это, рынок цифровых облигаций пока еще находится на стадии тестирования и постепенного формирования необходимой инфраструктуры [19]. Его объем существенно уступает величине рынка традиционных облигаций, составляя всего около 0,01%.

Участники рынка отмечают, что более активное размещение цифровых облигаций сдерживается невозможностью совершать платежи в режиме онлайн (для перевода денег используются традиционные платежные механизмы), а также отсутствием вторичного рынка, функционирующего в режиме онлайн. Кроме того, необходимо решить ряд проблем, связанных с регулированием и юридическим статусом цифровых облигаций, механизмом обращения взыскания в случае необходимости, юридической силой протоколов применяемых смарт-контрактов, надежностью используемых технологий и их устойчивостью к различным кибер-атакам, обеспечением сохранности активов и необходимым залоговым обеспечением функционирования биржи или платформы, на которой будут выпускаться цифровые облигации. Несмотря на устранение банковского посредничества при выпуске цифровых облигаций, существуют определенные требования регуляторов финансового рынка, которые должны соблюдаться при реализации сделки. В частности, эмитентам придется обеспечить выполнение положений по борьбе с отмыванием денег и финансированием терроризма.

В настоящее время в структуре рынка DeFi примерно 19% приходится на кредитные операции, связанные с покупкой различных криптоактивов (около 9 млрд долл. США на основе рыночной капитализации⁵). При этом доля трех ведущих кредитных платформ (Internet Computer, Maker и Aave) составляет 72%, что свидетельствует о высокой степени концентрации кредитного сегмента рынка DeFi. Одной из серьезных проблем развития кредитной деятельности на рынке DeFi является невозможность проводить традиционные проверки кредитоспособности потенциальных заемщиков. В связи с этим для снижения кредитного риска и риска мошенничества необходимо поддерживать очень высокий уровень залогового обеспечения.

По существующим оценкам, объем рынка DeFi в 2024 г. составит 46,61 млрд долл. США, а к 2029 г. он увеличится до 78,47 млрд долл. США (ежегодный прирост – около 11%)⁶. В настоящее время основная доля рынка приходится на Азиатско-Тихоокеанский регион, однако, по прогнозу индийской компании Mordor Intelligence, в ближайшие годы рынок DeFi будет развиваться быстрее всего в Северной Америке. В целом следует отметить, что по сравнению с традиционными финансами объем рынка DeFi пока еще является незначительным, а сам рынок находится на начальном этапе своего развития.

На современном мировом финансовом рынке не только применяются инновационные технологии, трансформирующие традиционные формы и способы осуществления различных финансовых операций [20], но и создаются новые

⁵ URL: <https://crypto.com/price/categories/lending>

⁶ URL: <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/decentralized-finance-defi-market>

виды цифровых финансовых активов (ЦФА) в виде криптовалют, токенов, ЦВЦБ и др. [21]. В результате у участников мирового финансового рынка возникает необходимость корректировать традиционные подходы к анализу данных и оценке существующих рисков, когда наряду с классическими методами следует принимать во внимание такие новые индикаторы, как, например, скорость хэширования, сетевые эффекты и риск протокола смарт-контракта.

Помимо операционно-технологических проблем возникают также вопросы, связанные с регулированием ЦФА: подготовка бухгалтерской отчетности, налогообложение, корректное применение законодательных положений, касающихся борьбы с отмыванием денег и финансированием терроризма. На данном этапе пока еще неясно, какие именно органы на национальном и наднациональном уровне должны осуществлять надзор и регулирование рынка ЦФА с учетом отсутствия у него четких границ.

В связи с появлением на мировом финансовом рынке различных видов высокорискованных ЦФА требуется также корректировка традиционных подходов к формированию денежно-кредитной политики, направленная на повышение стабильности и устойчивости мировой финансовой системы. Прежде всего это касается Федеральной резервной системы США и Народного банка Китая, поскольку, как свидетельствуют результаты некоторых недавних научных исследований, две страны мира (США и Китай) оказывают максимальное влияние на функционирование и устойчивое развитие МФР [22].

Выводы. По результатам проведенного исследования можно сделать следующие основные выводы:

1. Современный МФР отличается асимметричностью развития и ярко выраженной фрагментацией. В результате он не в полной мере обеспечивает эффективное перераспределение финансовых ресурсов между различными контрагентами, что негативно отражается на развитии мировой экономики.

2. Процесс финансиализации мировой экономики продолжается, что еще сильнее ослабляет связь между операциями на МФР и реальным сектором мировой экономики и повышает уровень глобальной кризисогенности. Вместе с тем, наметившееся в последнее время на МФР изменение структуры ПИИ означает осознание определенной частью участников рынка необходимости первоочередной финансовой поддержки базовых отраслей экономики. От того, насколько устойчивым и продолжительным окажется данный тренд, будет зависеть стабильность мировой экономики и мировых финансов.

3. Особенности развития современного МФР, включая динамические показатели и структуру его отдельных сегментов, свидетельствуют о растущем желании его участников обеспечить эффективное хеджирование на случай неблагоприятного изменения рыночной конъюнктуры за счет некредитных деривативов, покупки золота, страховых полисов и т.д. в связи с обострением традиционных видов рисков и появлением новых видов рисков, связанных с процессом цифровизации. В связи с этим в настоящее время инвесторы и кредиторы предпочитают придерживаться консервативной стратегии и тактики на МФР, делая выбор в пользу менее рискованных финансовых инструментов и инвестиционных проектов.

4. Современный МФР отличается усиливающимся доминированием США, основанным на использовании развитой и подконтрольной США рыночной инфраструктуры, а также доллара США в качестве ведущей мировой валюты. Прежние мировые финансовые центры в лице Западной Европы и Японии уже не в состоянии реально конкурировать с США, а Китай, хотя постепенно и набирает силу, еще не готов к роли глобального финансового лидера.

5. На современном МФР усиливается тенденция повышения степени концентрации капитала и монополизации. Основные сегменты МФР находятся под контролем ограниченного количества МНК с головными офисами в США, Соединенном Королевстве и других развитых странах. Эти корпорации определяют нормы и стандарты деятельности на МФР, которые могут вступать в противоречие с интересами значительного количества его участников, которые вынуждены соблюдать установленные правила игры.

6. Тенденция повышения стоимости финансирования на МФР на фоне невысоких темпов развития мировой экономики и высокого уровня глобальной инфляции может привести к росту неплатежей со стороны заемщиков, что создаст угрозу дестабилизации мировой финансовой системы.

7. Несмотря на популярный в последние годы тренд усиления роли финансовых инструментов, обеспечивающих финансирование достижения целей устойчивого развития, дальнейшее увеличение глобального объема устойчивого финансирования может столкнуться с серьезными трудностями. В условиях обострения геополитической ситуации, фрагментации мировой экономики и мировых финансов, усиления протекционистских настроений в сфере международной торговли и ухудшения условий финансирования в глобальном масштабе значительная доля потенциальных инвесторов может сократить вложения в социально значимые, но неприбыльные проекты.

8. Внедрение инновационных технологий и финансовых инструментов на МФР и активное использование различных специализированных цифровых платформ трансформирует традиционные формы и способы осуществления различных финансовых операций, создавая определенные преимущества и удобства для участников рынка. Однако наряду с этим появляются новые виды рисков, которые требуют объективной профессиональной оценки как на микро-, так и на макроуровне МФР. В противном случае возникает серьезная угроза дестабилизации глобальной финансовой системы.

9. Перспективы дальнейшего развития МФР в немалой степени будут определяться действиями международных и национальных регуляторов. Последние несколько лет были отмечены ужесточением макроэкономического регулирования. В совокупности с ростом геополитической напряженности, повышением стоимости рыночного финансирования, высоким уровнем глобальной инфляции и др. это привело к сокращению активности или стагнации в некоторых сегментах МФР. Вероятно, в ближайшей перспективе можно ожидать некоторого смягчения глобального макрорегулирования и более активного использования рыночных стимулов, что придаст новый импульс развитию МФР.

Литература

1. Балюк И.А., Балюк М.А. Проблема асимметричности развития мирового финансового рынка // Финансы: теория и практика. 2022. Т. 26. № 6. С. 72–87.

2. Long G., Porter J. What to expect in the syndicated loan market for 2024. 15.01.2024. URL: <https://www.thebanker.com/What-to-expect-in-the-syndicated-loan-market-for-2024-1705307121>
3. Поливалютный стандарт и мировой финансовый рынок / под ред. Кузнецова А.В., Крыловой Л.В. М.: ИНФРА-М, 2022. 208 с.
4. Cheriyan J., Craig C., Seibold S., Skouloudi G. Modernizing corporate-loan operations. 25.01.2024. URL: <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/modernizing-corporate-loan-operations>
5. Хмыз О.В. Устойчивые инвестиции и дивестиции институциональных инвесторов глобального уровня // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 1. С. 96–108.
6. Deteriorating conditions of global financial markets amid high debt. OECD Business and Finance Policy Papers, No. 15, OECD Publishing, 2022, Paris.
7. Bogdanova B., Chan T., Micic K., Peter G. Enhancing the BIS government bond statistics. BIS Quarterly Review, June 2021. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2106c.htm
8. World Investment Report 2024. URL: <https://unctad.org/publication/world-investment-report-2024>
9. Петров М.В. Влияние геополитической напряженности на международное движение капитала // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 3. С. 8–22.
10. Holzhausen A., Grimm M., Hoffmann P., Pelayo-Romero P., Stoffel K. Transformative years ahead for the insurance sector. Allianz Global Insurance Report 2024. URL: https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/economic-research/publications/specials/en/2024/may/2024-05-23-Global-Insurance-Report.pdf
11. Global Insurance Market Report (GIMAR). July 2024. International Association of Insurance Supervisors. URL: <https://www.iaisweb.org/activities-topics/financial-stability/gimar>
12. Кусм Н.Н. Преимущества и недостатки использования кредитных дефолтных свопов // Современные научные исследования и инновации. 2013. № 1. URL: <https://web.snauka.ru/issues/2013/01/20348>
13. Мировые финансы в условиях системных, технологических и экологических трансформаций / под ред. Соколовой Е.С., Кузнецова А.В. М.: КНОРУС, 2024. 232 с.
14. The Digitalization of Financial Markets. The Socioeconomic Impact of Financial Technologies / Marszk A., Lechman E. (eds). Routledge, 2021. 220 p.
15. Mounts C., Birry A., Dimitrijevic A. Digitalization of markets: framing the emerging ecosystem. 16.09.2021. URL: <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/pdf-articles/210916-digitalization-of-markets-framing-the-emerging-ecosystem-100494872>
16. Basar S. Digital bonds becoming mainstream. 21.05.2024. URL: <https://www.marketsmedia.com/digital-bonds-becoming-mainstream>
17. Балюк И.А., Туруев И.Б. Трансформация международного долгового рынка в условиях цифровой экономики // Горизонты экономики. 2021. Т. 60. №1. С. 104–115.
18. Basar S. Innovation could boost adoption of digital bonds. 12.06.2024. URL: <https://www.marketsmedia.com/innovations-could-increase-adoption-of-digital-bonds>
19. Asgari N. What are digital bonds and how are they issued? Financial Times, 23.10.2023. URL: <https://www.ft.com/content/3717fe36-1536-43ef-ace4-b63e5efe778e>
20. Smith G. Six trends financial market infrastructures need to know. April 2024. URL: <https://focus.world-exchanges.org/articles/nasdaq-six-trends>
21. Балюк И.А., Балюк М.А. Цифровые финансовые инструменты: международный опыт и перспективы использования // Российский экономический журнал. 2024. № 3. С. 95–108.
22. Lodge D., Manu A.-S., Van Robays I. China's footprint in global financial markets. BOFIT Discussion Papers, No. 1/2024. URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/283609/1/1881095487.pdf>

Igor Balyuk (e-mail: iabalyuk@fa.ru)

Grand Ph.D. in Economics,

Financial University under the Government of the Russian Federation

(Moscow, Russian Federation)

MODERN GLOBAL FINANCIAL MARKET: FEATURES AND MAIN DEVELOPMENT TRENDS

The article reveals the features of the modern global financial market (GFM)'s functioning. Special attention is paid to the analysis of the GFM's digitalization, which covers all its segments and radically transforms the nature of the activities. The article concludes that the modern GFM does not fully ensure the effective redistribution of financial resources between various counterparties, which negatively affects the development of the global economy, and financialization of the world economy continues, which further weakens the connection between operations in the financial market and the real sector of the world economy.

Keywords: global financial market, financialization of world economy, sustainable financing, digitalization, regulation of global financial market.

DOI: 10.31857/S0207367624090037, **EDN:** AMTPBA