



## ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВЫЕ ПРОБЛЕМЫ MONETARY AND FINANCIAL ISSUES

DOI: 10.22363/2313-2329-2023-31-2-282-298

EDN: AAOHVVL

УДК 339.94

Научная статья / Research article

### Устойчивость глобальной финансовой системы как фактор послекризисного восстановления мировой экономики

Е.Н. Смирнов  

*Государственный университет управления,  
Российская Федерация, 109542, г. Москва, Рязанский проспект, д. 99*

 [Smirnov\\_en@mail.ru](mailto:Smirnov_en@mail.ru)

**Аннотация.** Целью исследования стала оценка возможностей адаптивности глобальной финансовой системы к кризисным явлениям, наблюдающимся в последние годы в мировой экономике. В частности, были выявлены ключевые финансовые риски развития глобальной экономики и возможности по их нейтрализации, показаны роль и возможности монетарной политики в преодолении нынешней беспрецедентной инфляции, а также обозначены возможности перехода к устойчивому росту на основе сдерживания инфляции на кратко-, средне- и долгосрочном трендах развития мировой экономики. Особое внимание уделено обоснованию и разработке механизмов рационального управления государственным долгом, которое играет принципиальную роль для справедливого восстановления мировой экономики.

**Ключевые слова:** глобальная финансовая система, мировая экономика, инфляция, государственный долг, финансовый рынок, платежный баланс

**История статьи:** поступила в редакцию 13 декабря 2022 г.; проверена 15 января 2023 г.; принята к публикации 5 февраля 2023 г.

**Для цитирования:** Смирнов Е.Н. Устойчивость глобальной финансовой системы как фактор послекризисного восстановления мировой экономики // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Экономика. 2023. Т. 31. № 2. С. 282–298. <https://doi.org/10.22363/2313-2329-2023-31-2-282-298>

© Смирнов Е.Н., 2023




This work is licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License  
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/legalcode>

# Stability of the global financial system as a factor in the post-crisis recovery of the world economy

Evgeny N. Smirnov  

*State University of Management,  
99 Ryazansky prospect, Moscow, 109542, Russian Federation*

 Smirnov\_en@mail.ru

**Abstract.** The purpose of the study was to assess the adaptability of the global financial system to the crisis phenomena observed in recent years in the world economy. In particular, the key financial risks of the development of the global economy and the opportunities for their neutralization were identified, the role and possibilities of monetary policy in overcoming the current unprecedented inflation were shown, and the possibilities of transition to sustainable growth based on curbing inflation on short-, medium- and long-term trends were identified. development of the world economy. A special role in our study was played by the substantiation and development of mechanisms for the rational management of public debt, which plays a fundamental role for a fair recovery of the world economy.

**Keywords:** global financial system, world economy, inflation, public debt, financial market, balance of payments

**Article history:** received December 13, 2022; revised January 15, 2023; accepted February 5, 2023.

**For citation:** Smirnov, E.N. (2023). Stability of the global financial system as a factor in the post-crisis recovery of the world economy. *RUDN Journal of Economics*, 31(2), 282–298. (In Russ.). <https://doi.org/10.22363/2313-2329-2023-31-2-282-298>

## Введение

В последние годы мировая экономика столкнулась с рядом последовательных шоков, оказавших свое негативное воздействие на ее всестороннее развитие. Сформировавшиеся во время пандемии дисбалансы привели ко все большей неустойчивости глобальной финансовой системы. В частности, возросла долговая нагрузка стран, ускорилась инфляция, усложнились условия функционирования финансовых рынков. Эти, равно как и многие другие риски, повысили неопределенность монетарной и фискальной политики стран мира.

С началом специальной военной операции (СВО) России на Украине неопределенность в развитии мировой финансовой системы еще больше возросла, а мировая экономика так и не восстановилась после кризиса, обусловленного пандемией. Рост долга и инфляции многих стран несет дополнительные социальные издержки, ограничивая перспективный экономический рост и справедливое восстановление мировой экономики. *Цель исследования* — оценка возможностей и инструментов повышения устойчивости глобальной финансовой системы, что обусловит в средне- и долгосрочной перспективе выход мировой экономики на траекторию устойчивого роста и развития.

## Обзор литературы

В последние два десятилетия в научном и экспертно-аналитическом сообществе обострились дискуссии по поводу тех выгод и рисков, которые может принести экономическая глобализация (Атурин, Григорян, 2014). В частности, некоторые исследователи<sup>1</sup> (Furceri, Zdzienicka, 2012) констатировали в качестве результата глобализации углубление неравенства, а также ухудшение результатов, достигаемых странами в сфере человеческого капитала, что является следствием дефицита инвестиций в развитие социально значимых услуг. Вместе с тем международная торговля развивалась беспрецедентными темпами, хотя в последнее время усилились ее волатильность и нестабильность (Смирнов, Лукьянов, 2021). Наконец, глобальные цепочки создания стоимости, ставшие во многом двигателем международной торговли, столкнулись с новыми вызовами и рисками (Кириллов, Миллер, 2021).

Экономическая глобализация породила более широкий контекст споров и критики по поводу того, на чем должна основываться глобальная макроэкономическая и макрофинансовая стабильность. Уже на этапе пандемии обсуждались варианты стабилизации государственного долга и предотвращения инфляционных шоков (Смирнов, Карелина, 2021), однако в нынешних условиях актуализируются проблемы эффективности монетарной и фискальной политики с целью преодоления той глубины шоков, с которой мировая финансовая система сталкивается сегодня.

## Методы и подходы

Наше исследование базируется на новейших представлениях о природе и характере глобальной финансовой стабильности, которые отражены в исследованиях, отчетах и рабочих документах международных организаций (Банка международных расчетов (БМР), Всемирного банка, Международного валютного фонда (МВФ), Национального бюро экономических исследований США), которые нашли широкое применение в нашем анализе. В частности, эти работы касаются рассматриваемых нами компонентов устойчивости глобальной финансовой системы, в частности: долговых кризисов и механизмов реструктуризации государственного долга, макро- и микроэкономических последствий применения новых мер монетарной политики, взаимосвязей финансовой системы с развитием рынков труда, механизмов предотвращения инфляции и стабилизации инфляционных ожиданий.

---

<sup>1</sup> Ravallion M., Chen S. The Impact of the Global Financial Crisis on the World's Poorest // VoxEU, 2009. April 30. URL: <https://voxeu.org/article/impact-global-financial-crisis-world-s-poorest> (accessed: 17.09.2022).

## Результаты

### Нейтрализация финансовых рисков для справедливого восстановления экономики

В период кризиса сформировалось несколько системных рисков, которые определяют устойчивость глобальной финансовой системы. В частности, одним из таких рисков стал *кризис задолженности*. Для того чтобы смягчить его, многие страны предприняли масштабные меры по смягчению долговой нагрузки, включая заморозку кредитной отчетности и моратории на выплату задолженности. Многие из этих мер стали исторически беспрецедентными, поэтому сложно оценить их окончательное воздействие на рынок кредитования. По мере того как правительства свертывали поддержку заемщиков, возрос риск количества необслуживаемых кредитов (НОК), объемы которых различаются по странам. Согласно дефиниции Базельского комитета по банковскому надзору, к проблемным кредитам относятся ссуды более низкого качества с точки зрения просрочки, то есть непогашенные в течение необходимого времени<sup>2</sup>. Отметим, что во время кризиса страны смягчили критерии отнесения кредитов к НОК, поэтому возникла проблема толкования ставших более непрозрачными балансов. Банки стараются скрыть действительные масштабы НОК, однако их число по мере завершения мораториев и других мер поддержки будет расти. Поэтому существует риск накопления скрытых НОК, и в настоящее время необходимы их четкие определения в законодательстве и скрупулезный банковский надзор за такими кредитами. Если этого не предпринять, то возникнет разрыв между реальным качеством актива и данными о качестве, приводимыми в отчетах. Эксперты Всемирного банка справедливо отмечают<sup>3</sup>, что непрозрачность НОК осложняет выявление факторов стресса банковской системы, ведет к снижению доверия к ней и в итоге замедляет процессы кредитования и инвестиций, что тормозит послекризисное восстановление экономики.

Возникший на микроуровне кризис задолженности взаимосвязан с таким системным риском, как *растущие объемы государственного долга*, что требует разработки рациональных подходов к управлению. В 2019–2020 гг. совокупное долговое бремя стран со средним и низким уровнем дохода возросло на 9 % валового внутреннего продукта (ВВП), тогда как за десять лет, предшествующих 2019 г., среднегодовой прирост составил лишь 1,9 %. Как указано в специализированной литературе (Kose, Ohnsorge, Reinhart, Rogoff, 2021), хотя в развитых странах выплата процентов по долгам в последние годы снижалась, составляя немногим более 1 % ВВП, однако в странах со средним и низким доходом она, напротив, устойчиво росла. Если вследствие долгового кризиса страна не способна выполнять свои обязательства, это приводит к высоким социальным

<sup>2</sup> BCBS (Basel Committee on Banking Supervision). Prudential Treatment of Problem Assets—Definitions of Non-performing. Exposures and Forbearance. Bank for International Settlements (BIS), Basel, Switzerland, 2017. April 04. P. 4.

<sup>3</sup> World Bank (2022). World Development Report 2022: Finance for an Equitable Recovery. International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, Wash., DC. P. 9.

издержкам. Согласно данным, полученным Э. Боренштейном и У. Паницца, в стране, находящейся в состоянии дефолта, снижение роста ВВП ежегодно составляет 1,2 % (Borensztein, Panizza, 2008, p. 8).

В период пандемии страны накапливали задолженность по причине высоких текущих расходов, но это ограничивало их перспективные расходы на общественные блага (здравоохранение, образование). Помимо прочего, правительства часто выступают кредиторами последней инстанции, в связи с чем долг частного сектора рискует трансформироваться в государственный, особенно если кризис угрожает макрофинансовой и макроэкономической стабильности. Цель рационального управления госдолгом заключается в обеспечении возможностей правительства принимать контрциклические меры, постоянно инвестировать в общественные блага, а также обеспечивать роль центрального банка как кредитора последней инстанции.

Рациональное управление госдолгом важно также с позиций высвобождения необходимых ресурсов на восстановление экономики. Страны, риск долгового кризиса у которых высок, могут использовать стратегии, обеспечивающие большую приемлемость обязательств, и возможности реализации таких стратегий зависят от доступа страны к международным рынкам частного капитала, состава кредиторов, структуры долга, готовности страны-должника к реформам и переговорам. Переговоры могут касаться, например, перепрофилирования задолженности (использования инструментов рефинансирования), графика дальнейших платежей и изменения структуры обязательств. Риск дефолта может быть снижен посредством упреждающего управления долгом, что обеспечит в дальнейшем справедливое восстановление экономики. Страна может также выпустить новые обязательства с более длинным сроком погашения. Перепрофилирование долга также может предполагать замену существующих обязательств в иностранной валюте другими, выраженными в другой валюте. Если риск дефолта высок, страны могут начать упреждающие переговоры о реструктуризации долга с кредиторами. Ряд исследователей (Asonuma, Trebesch, 2016) указывает на меньшую длительность по времени упреждающей реструктуризации, чем реструктуризация уже после наступившего дефолта, который к тому же ведет к длительному исключению страны с международных рынков капитала, что создает риск большего падения объемов производства.

В сфере рационального управления госдолгом необходимо делать акцент на повышении прозрачности долговых обязательств, реформировании налоговой политики и внедрении инновационных решений. Что касается прозрачности, необходимо решать проблему так называемых «скрытых» долговых обязательств. Конечно, прозрачность сведений об объеме задолженности не решит проблему оперативной реструктуризации долга, однако позволит сделать выводы относительно экономически приемлемого уровня задолженности, способствуя тем самым повышению эффективности надзора. В свою очередь, договорные инновационные решения могут ускорить и упростить координацию в случае реструктуризации госдолга. К таким решениям относятся Положения о коллективных действиях (ПКД), способные ускорить темпы реструктуриза-

ции. В целом инновационные решения позволят создать хорошие условия для новых заимствований, но их роль, как указывает МВФ<sup>4</sup>, все же ограничена в современной практике. Наконец, важным условием экономической приемлемости долга является эффективная проработка налогового администрирования и налоговой политики. Долгосрочные инвестиции и структурные изменения в экономике страны обеспечивают потенциал налогообложения и рост налоговых поступлений. В данной связи введение налога на богатство является стратегией увеличения доходов государства, применяемой в большинстве развивающихся стран и способной смягчить негативные последствия кризиса, проявляющиеся в росте неравенства и бедности. Поэтому для быстрого постпандемического восстановления экономики важны также положительные структурные изменения. Для предприятий развивающихся стран должен расширяться доступ к цифровым коммуникациям и новым технологиям. Кроме того, снижение барьеров и тарифов в торговле будет способствовать более эффективному распределению производственных ресурсов, устранять узкие места в поставках и снижать инфляционное давление. В условиях нынешнего конфликта актуальность таких мер возрастает.

Важно, чтобы управление госдолгом шло параллельно климатической повестке, и одним из перспективных направлений в данной сфере должен стать выпуск «зеленых» облигаций, в том числе и частным сектором. Такой опыт уже есть среди развивающихся стран, в частности в Нигерии в 2017 г.<sup>5</sup> и в Чили в 2019 г.<sup>6</sup> Необходимо воспринимать «зеленые» облигации как часть «зеленых» инвестиций, идущих на послекризисное восстановление экономики. Около 140 стран присоединились к долгосрочным целям в отношении нулевых выбросов углерода<sup>7</sup>, однако прогресс в этом направлении остается слабым. Исследователи отмечают (Black et al., 2021, p. 11), что только около трети стран (в основном развитые) серьезно увеличили свои краткосрочные целевые показатели. Однако и политические действия имеют ряд пробелов, в том числе касающихся минимальной цены на углерод (Parry, Black, Roaf, 2021, p. 2) и справедливого распределения квот на выбросы. Введение указанной минимальной цены, как отмечают эксперты (Chateau, Jaumotte, Schwerhoff, 2022, p. 2), позволит улучшить распределение бремени выбросов в международном масштабе (по сравнению с единой ценой на углерод).

---

<sup>4</sup> IMF (2020). The International Architecture for Resolving Sovereign Debt Involving Private-Sector Creditors: Recent Developments, Challenges, and Reform Options. IMF Policy Paper, No. 2020/043, International Monetary Fund (IMF), Wash., DC. P. 9.

<sup>5</sup> Fatin L. Nigeria: Access Bank 1st Certified Corporate Green Bond in Africa; Leadership in Green Finance. Climate Bonds Initiative, 2019. April 2. URL: <https://www.climatebonds.net/2019/04/nigeria-access-bank-1st-certified-corporate-green-bond-africa-leadership-green-finance> (accessed: 29.09.2022).

<sup>6</sup> Banco de Chile. Green Bond Fact Sheet. Climate Bonds Initiative, 2019. September 17. URL: <https://www.climatebonds.net/files/files/2019-08%20CL%20Banco%20de%20Chile.pdf> (accessed: 29.09.2022).

<sup>7</sup> IMF (2022b). World Economic Outlook 2022: War Sets Back the Global Recovery. International Monetary Fund (IMF), Wash., DC, April. P. 23

В целях нейтрализации нынешних рисков развития глобальной финансовой системы также значимым представляется *совершенствование законодательства о банкротстве*. Несомненно, что многие компании и домохозяйства уже приложили чрезвычайные усилия для смягчения бремени задолженности, а режим несостоятельности может стать весьма эффективным механизмом для облегчения этого бремени. Вместе с тем внезапное увеличение числа банкротств и НОК ограничивает возможности режима несостоятельности по урегулированию банкротств даже в развитых странах. Частично это обусловлено сложными и длительными процедурами судебного признания несостоятельности (в среднестатистической стране судебное дело о корпоративном банкротстве, по данным Всемирного банка<sup>8</sup>, длится больше двух лет). Если же режим несостоятельности в стране еще более неэффективен, то зачастую у правительства остается единственный вариант — частичное списание долгов, что исторически активно применяли развивающиеся страны. Эти программы, однако, негативно влияли на кредитную дисциплину, а также на возможности получения более долгосрочных кредитов кредитоспособными заемщиками, как это заметили К. Джин и М. Канц (Giné, Kanz, 2018).

Поэтому, чтобы достигать справедливого восстановления экономики, необходимо институциональное урегулирование проблем, связанных с режимом несостоятельности. Если компании и домохозяйства имеют неприемлемые долги, это тормозит инвестиции, потребление и создание рабочих мест. Кроме того, потери кредиторов возрастают по мере увеличения срока рассмотрения дела о банкротстве. Наконец, следствием потерь кредиторов становятся ограничения доступа к кредитам в конкретной стране, и стоимость кредитования возрастает. Также в качестве аргумента можно привести тот факт, что при увеличении срока процедуры банкротства компании-«зомби» поглощают ресурсы, которые в противном случае способствовали бы восстановлению экономики или направлялись эффективным компаниям.

В ближайшие годы восстановление экономики во многом будет зависеть от эффективности систем регулирования банкротства, от которой зависят, как показывают исследования, доступ к кредитам, а в отдельных странах решение этих проблем обеспечивало сохранение рабочих мест (как это, например, наблюдалось в Бразилии) (Araujo, Ferreira, Funchal, 2012; Fonseca, Van Doornik, 2020), рост производительности труда (в Республике Корея) (Lim, Hahn, 2003), а также снижение банкротств среди малых и средних предприятий и создание благоприятных условий для ликвидации нежизнеспособных компаний (в Колумбии) (Giné, Love, 2006).

Некоторые авторы (Gadgil, Ronald, Vyakaranam, 2019) считают, что эффективным элементом совершенствования режимов признания несостоятельности являются четкие правила «старшинства» кредиторов, которые определяют порядок выплаты задолженности, но также важна и разработка

---

<sup>8</sup> World Bank (2020). *Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies*. World Bank, Wash., DC. 135 p.

системы раннего предупреждения выявления компаний, которые находятся в затруднительном положении (до того, как их затруднения трансформируются в несостоятельность). Также к важным элементам содействия относятся развитие систем альтернативного урегулирования споров; создание процедур признания несостоятельности для малых предприятий; внедрение практик списания задолженности, а также долгосрочной защиты репутации бывших должников.

Наконец, в современных сложных условиях развития мировой экономики весьма актуальной задачей является *решение проблемы доступа к финансированию*. В условиях беспрецедентных кризисных явлений малые предприятия и домохозяйства рискуют лишиться доступа к официальному финансированию. Кредиторы в условиях кризиса реже выдают кредиты либо выдают их лишь состоятельным заемщикам. После кризиса в течение нескольких кварталов наблюдалось ужесточение условий кредитования, и самыми уязвимыми в этот период становились бедные домохозяйства и малый бизнес, у которых нет нормальной кредитной истории или должного залогового обеспечения. Таким образом, кредитные риски малого бизнеса или небогатых домохозяйств трудно оценить даже в обычных (некризисных) условиях. В целом решение проблем доступа к финансированию базируется на реализации следующих положений: а) смягчении рисков на основе совершенствования реализации права регресса и повышения прозрачности; б) создании условий для нового кредитования путем страхования кредитных рисков; в) принятии мер, которые облегчат расширение доступа к финансированию, в том числе на основе инновационных финансовых решений.

#### Укрепление монетарной политики и ее роль в преодолении инфляции

Накопление финансовых рисков глобальной экономики с новой остротой актуализировало проблемы применения монетарной политики, которая к тому же играет значимую роль в преодолении инфляции. В условиях исторических максимумов инфляции и ее выхода за рамки в области энергоресурсов и продовольствия в мире продолжается нормализация монетарной политики. Политика продолжает ужесточаться как по масштабам роста процентных ставок, так и с точки зрения частоты реализации. Ряд банков, продвигаясь к нормализации, начал сокращать размеры своих балансов. Ужесточение финансовых условий требуется, чтобы восстановить стабильность цен. Монетарная политика не способна устранить сбои на товарных рынках вследствие специальной военной операции (СВО) на Украине и узкие места в глобальных цепочках поставок вследствие пандемии, однако способна замедлить внутренний спрос, чтобы преодолеть инфляционное давление, связанное со спросом.

Вместе с тем акцент на инфляции в рамках нашего исследования делается в связи с тем, что стабильность цен — важнейшая предпосылка инклюзив-



ного и устойчивого экономического роста. Риски прогноза инфляции смещены в сторону повышения, поэтому необходима нормализация политики, чтобы не произошло закрепление инфляционного давления. При этом необходимо избегать дефиксации инфляционных ожиданий, способной подорвать доверие потребителей.

Поскольку наблюдается отход директивных ставок от эффективной нижней границы, преобладавшей в большинстве стран после глобального кризиса 2008–2009 гг., необходимо изменять прогнозы относительно динамики директивных ставок и перспективных направлений монетарной политики. Даже в краткосрочной перспективе сохраняется риск резкого ужесточения финансовых условий и замедления экономического роста больше, чем ожидалось, поэтому все чаще звучат призывы приостановить нормализацию политики, к которым необходимо относиться осторожно и избегать пути нормализации по принципу «стоп — вперед», что подорвет стабильность цен и вызовет беспорядочное ужесточение финансовых условий, которое поставит под угрозу стабильность глобальной финансовой системы и экономический рост в будущем.

Чтобы выполнить установленную цель по инфляции, монетарная политика должна поддерживаться ужесточением фискальной политики. Помимо прочего, для ограничения суверенного долгового бремени необходима бюджетная консолидация, которая может ослабить давление спроса на цены, снижая степень нормализации, необходимой для удержания инфляции. Правительства в рамках бюджетных ограничений могут изменить приоритетные расходы, чтобы защитить наиболее уязвимые домохозяйства от резкого роста цен на топливо и продовольствие. В особенно сложных условиях оказалась еврозона, где между странами-членами наблюдаются различия, с точки зрения их потребностей в финансировании, перспектив экономического развития и инфляции. Поэтому необходимо разработать способы поддержки курса монетарной политики во всех странах еврозоны (в данном контексте мы отмечаем, что принятый на уровне Европейского центрального банка (ЕЦБ). Инструмент защиты трансмиссии (англ. — *Transmission Protection Instrument*)<sup>9</sup> — важный шаг на пути преодоления рисков фрагментации в регионе). В свою очередь, в развивающихся странах повышение ставок необходимо осуществлять в соответствии со спецификой конкретной страны. Страны, финансовые сектора которых чрезвычайно уязвимы (где отсутствуют/ограничены возможности бюджета, а потребности во внешнем финансировании очень высоки), могут столкнуться с новыми проблемами, если произойдет беспорядочное ужесточение финансовых условий. Страны, где есть эффективные фискальные планы, более надежная политика и механизмы финансирования, имеют больше возможностей по маневрированию таким ужесточением.

---

<sup>9</sup> ECB (2022). *The Transmission Protection Instrument*. European Central Bank (ECB), July 21. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.en.html> (accessed: 11.11.2022).

Необходимо также учитывать, что монетарная политика находится в тесной связи с валютным рынком. В зависимости от степени закрепления инфляционных ожиданий, емкости рынка иностранной валюты и гибкости обменного курса в разных странах могут использоваться различные меры. Так, валютные интервенции разумно использовать, если в стране достаточно валютных резервов, а сам процесс интервенции не ведет к серьезному изменению макроэкономической политики и утрате доверия к ней. В случае наступления кризисов для некоторых стран подходят меры по управлению потоками капитала, что может снизить давление со стороны оттока капитала, часто наблюдающегося в период кризиса. Такие меры по управлению потоками капитала, несомненно, должны отменяться по мере ослабления кризисных условий.

Суверенные заемщики развивающихся стран должны активизироваться в части сдерживания рисков долговой уязвимости, в том числе путем многостороннего сотрудничества с внешними кредиторами. Странам, испытывающим критическую ситуацию с внешним долгом, необходим поиск способов координации, упреждающей реструктуризации для избежания жестких и дорогостоящих дефолтов, которые надолго закроют доступ к международным рынкам капитала. В странах, где риск долгового кризиса умеренный, а риск ликвидности высокий, возможно, необходимы операции по управлению долгом путем его обмена или операции по рефинансированию.

С учетом вышеизложенного правительствам развивающихся стран в ходе осуществления монетарной политики необходимо стремиться:

- к расширению рынков национальной валюты и формированию диверсифицированной и стабильной базы инвесторов. Для развивающихся стран основным каналом финансирования остаются рынки местной валюты. Поэтому этим странам необходимо стремиться к разработке эффективной нормативно-правовой базы для фондового рынка, предсказуемости эмиссии, развитию надежной рыночной инфраструктуры и эффективных денежных рынков, повышению ликвидности рынка;
- тщательному отслеживанию изменений на мировом рынке недвижимости в ходе ужесточения монетарной политики (в частности, необходимы стресс-тесты оценки потенциального воздействия сильного снижения цен на жилье на балансы домохозяйств и банки);
- тому, чтобы резервы на потери по ссудам и классификация банковских активов страны четко отражали убытки и кредитный риск (чтобы сдерживать риски финансовой стабильности, необходимы адекватные буферы капитала, а также четкие планы банков по сохранению и восстановлению капитала);
- повышению прозрачности рынка частного долга, который стремительно растет, а также внедрению надлежащих практик управления рисками в небанковских финансовых учреждениях и надзор над ними со стороны пруденциальных органов.

## Преодоление инфляции и переход к устойчивому экономическому росту

Устойчивость глобальной финансовой системы и роста мировой экономики во многом зависит от борьбы с инфляцией, однако ее преодоление представляется длительной во времени задачей, которую необходимо решать последовательно. Так, немедленными, краткосрочными мерами по борьбе с инфляцией должны выступать нормализация балансов центробанков и быстрое (и на длительный срок) повышение реальных процентных ставок. Фискальная политика должна поддерживать монетарную политику, чтобы смягчить спрос в странах с перегревом рынка труда и избытком спроса. Любой выигрыш от перспективного роста без стабильности цен может быть утрачен из-за снижения стоимости жизни. Следует учитывать дороговизну сдерживания инфляции, поскольку по мере ужесточения монетарной политики заработная плата будет снижаться, а безработица — возрастать. Антиинфляционная политика будет зависеть от ряда аспектов.

Во-первых, следует учитывать выгоды и издержки от дезинфляции. Издержки снижения денежной массы часто опережают выгоды. Начавшаяся в 1980 г. последняя большая дезинфляция в США сразу же привела к рецессии, и понадобилось три года, чтобы снизить инфляцию до управляемого уровня. Эти выводы, в частности, подтверждаются исследованиями Дж. Клойна и П. Хёртгена (Cloune, Hürtgen, 2016), по мнению которых монетарная политика максимально влияет на инфляцию через три-четыре года. Такое отставание между долгосрочными выгодами политики дезинфляции и ее краткосрочными издержками актуализирует проблему доверия монетарной политике, и на фоне продолжающейся инфляции и сокращения рабочих мест могут наблюдаться призывы к ее ослаблению. Если так называемая «естественная процентная ставка» (то есть та, которая совместима со стабильной инфляцией) будет выше, чем считалось ранее, то издержки дезинфляции (и, соответственно, необходимость замедления темпов ужесточения) будут выше (так уже произошло, в частности, в США). Несмотря на низкие реальные ставки, историческая взаимосвязь между инфляцией и выпуском не согласуется исключительно с наблюдаемой динамикой инфляции. Вместо этого кажется правдоподобным, что естественная ставка могла незначительно возрасти, что еще в большей степени ослабляет политику, хотя и остается высокая неопределенность по поводу естественной ставки в средне- и долгосрочной перспективе. Центральным банкам в любом случае необходимо придерживаться курса по устойчивому снижению инфляции. Кроме того, усилия на стороне предложения могут поддержать монетарную политику, направленную на снижение инфляции и ослабить инфляционное давление по мере восстановления спроса. Такие усилия могут предполагать создание устойчивых и надежных цепочек поставок, а также модернизацию транспортной инфраструктуры.

Во-вторых, риск глобальной рецессии и ужесточение финансовых условий воздействуют на международные потоки капитала, изменение которых несет

негативные последствия для развивающихся стран. Беспрецедентное с начала 2000-х гг. укрепление американского доллара и высокие процентные ставки в США увеличивают стоимость финансирования для развивающихся стран, у которых реальные ставки уже выше, чем в развитых странах. Сильный доллар также удорожает импорт этих стран, что ведет к росту инфляции. Ответные пруденциальные меры будут зависеть от специфики конкретной страны. Если для страны характерны низкий долг, номинированный в иностранной валюте, а также развитые валютные рынки, то будет уместным полагаться на гибкость обменного курса и директивный курс. Если же рынки иностранной валюты в стране несущественны, то разворот в глобальном финансовом цикле может обуславливать продажу активов в национальной валюте инвесторами с ограниченными портфелями. В данном случае вместо отклонения монетарной и фискальной политики от их нормальных параметров будет уместна валютная интервенция или ослабление мер по управлению притоком капитала (CFM). В странах, у которых велика задолженность в иностранной валюте, отток капитала создает как риск для финансовой стабильности, так и «хвостовой риск» для результатов экономического роста. Для таких стран уместно применять макропруденциальные меры либо упреждающее управление потоками капитала, чтобы уменьшить несоответствие валютных курсов и вероятность серьезных разворотов потоков капитала в перспективе.

В-третьих, важной представляется координация фискальной и монетарной политик. После того как давление на государственный бюджет после пандемии было ослаблено, в ближайшее время, вероятно, следует ожидать его ужесточения. Между тем в некоторых странах следует ожидать ослабления фискальной политики, что приведет к увеличению совокупного спроса и позволит нивелировать дезинфляционный эффект монетарной политики. Это вовсе не будет означать, что фискальная политика не способна смягчить влияние на уязвимые слои населения со стороны дезинфляционного перехода. Несмотря на то, что адресная политика может быть уместной, следует сократить дефицит, чтобы лучше бороться с инфляцией и разрешить проблему долговой уязвимости. Бюджетная консолидация — также мощный сигнал для политиков в деле их объединения для борьбы с инфляцией. Страны должны принять решения в отношении структуры расходов в условиях сохранения жесткой фискальной политики.

С позиций справедливого восстановления мировой экономики, ввиду того что продолжает расти стоимость жизни, правительства должны защитить уязвимые домохозяйства от высокой инфляции. В странах с развитой системой социальной защиты важны целевые денежные переводы группам, в наибольшей степени подверженным риску. Вместе с тем меры по ограничению влияния инфляции должны компенсировать любой рост новых расходов. Необходимо, однако, избегать широкого субсидирования, поскольку оно увеличит спрос, тем самым устраняя или уменьшая стимулы предложения. Наконец, следует отметить, что такие программы часто являются регрессивными и дорогими, направляя средства бюджета не тем, кто больше всего нуждается, а тем, кто больше всего потребляет.

Указанный инструментарий антиинфляционной политики применим в краткосрочной перспективе, однако на среднесрочном тренде актуализируются несколько иные задачи. В ближайшие три-шесть лет ключевой из них для многих стран станет *совершенствование урегулирования задолженности*. Некоторые страны в связи с высокой задолженностью, ожидаемым замедлением роста глобальной экономики и ростом процентных ставок будут испытывать давление на свои бюджеты. Хотя на страны, в наибольшей степени подверженные риску, приходится небольшая часть глобальных финансовых активов и мирового производства, действие побочных эффектов (распространение кризиса, побуждающего инвесторов уходить к активам в другие страны) может быть существенным. Почти всегда оптимальным решением являются обоснование и корректировка среднесрочной фискальной политики, с высокой вероятностью еще больше стран будет охвачено долговым кризисом. Потому заблаговременная упреждающая совместная политика может предотвратить распространение кризисов. Также на уровне «Большой двадцатки» необходимо улучшение общей системы урегулирования задолженности, поскольку проблема долгового кризиса развивающихся стран становится все более серьезной и всеохватной.

Кроме того, ужесточение монетарной политики может оказать дополнительное давление на учреждения финансового сектора, однако сейчас самое лучшее время для такого ужесточения. По мере замедления роста доля дефолтов возрастает, в то время как доходы от предоставления новых кредитов снижаются. Несмотря на то, что повышение ставок ведет к росту процентного дохода, они все же окажут негативное воздействие на многие учреждения. Поэтому необходима более бдительная макропруденциальная политика. Рынок жилья, в частности, остается источником макрофинансового риска, и необходимо изучать последствия коррекции цен на жилье. Так, актуальной проблемой для властей Китая остается реструктуризация проблемных компаний-застройщиков, обеспечивая подготовку к более серьезному шоку со стороны сектора недвижимости и его воздействию на финансовую систему.

Ужесточение глобальных финансовых условий также может оказать негативное влияние на обменные курсы, и вмешательство необходимо, когда экзогенные шоки не могут быть погашены одними только гибкими обменными курсами. Кризисы могут потребовать дополнительного вмешательства на валютных рынках либо принятия мер по управлению потоками капитала. Странам с высоким уровнем долга необходимо заблаговременно снижать зависимость от займов, номинированных в иностранной валюте. Наконец, в еврозоне конкурирующее давление испытывает упомянутый нами выше инструмент защиты трансмиссии, который может обеспечить бесперебойную денежную трансмиссию (то есть воздействие предложения денег на экономику). Такой инструмент позволит директивным процентным ставкам эффективнее отражать макроэкономические условия в еврозоне и дополнить программу кредитования Европейского механизма стабильности, однако он может так сильно исказить рынки, что цены перестанут отражать фундаментальные риски.

Наконец, в ближайшие несколько лет структурная политика, нацеленная на расширение предложения, может стимулировать рост экономической активности при параллельном уменьшении инфляции, хотя и с некоторым лагом. В развитых странах такая политика включает инструменты, нацеленные на расширение рабочей силы (льготы по налогообложению доходов, субсидии по уходу за детьми, реформу иммиграционного законодательства).

Если же говорить о долгосрочном сценарии политики, то следует упомянуть, что недавнее усиление глобальной инфляции привело к укреплению протекционизма, особенно на рынках продовольствия. Несмотря на то, что политика протекционизма может быть привлекательной в краткосрочном плане, трудно оценить ее долгосрочные перспективы. Когда страны вводят эмбарго на экспорт, они лишают себя доходов для импорта других товаров. Запреты на экспорт в одной стране часто ведут к ответным запретам в других стран, что приводит к ухудшению положения всех стран. Так, международная торговля медицинскими товарами подверглась во время пандемии сильным торговым ограничениям, которые правительства должны снять, а также выполнить обязательства по реформе ВТО в части совершенствования промышленных и сельскохозяйственных субсидий, а также совершенствования системы урегулирования споров. Кроме того, многостороннее сотрудничество необходимо для технологического развития и дальнейшей реализации «зеленой» повестки. Также поддержка бедных стран за счет льготного реформирования необходима для ускорения реформирования, нацеленного на повышение экономического роста.

Кроме того, дальнейшее развитие многостороннего сотрудничества должно охватывать и ряд других социально-экономических аспектов: а) скоординированную реакцию на гуманитарный кризис; б) поддержание ликвидности мировой финансовой системы для управления циклом нового ужесточения монетарной политикой (важным инструментом должно стать обеспечение доступа к экстренной ликвидности со стороны международных финансовых институтов в форме кредитных линий, распределения СПЗ, быстрого финансирования, а также экстренных своп-линий центральных банков); в) формирование упорядоченной и эффективной системы управления и урегулирования задолженности, чтобы избежать долгового кризиса.

## Заключение

В целом решение проблем устойчивости глобальной финансовой системы и параллельного справедливого восстановления мировой экономики усложняется неолиберальной экономической политикой, которая преобладала в экономиках ведущих стран на протяжении 40 лет и ухудшила международную координацию и потенциал государств. Макроэкономическая политика должна учитывать адаптацию к местным условиям, включая:

а) *сдерживание инфляции без снижения заработной платы* (избегание правительствами неоправданной и чрезмерной зависимости от ужесточения монетарной политики и от жесткой бюджетной экономии; ориентация на разумный

контроль цен, а также усиление антимонопольного регулирования на отраслевых рынках);

б) *акцент на управлении ростом в период кризиса*, что может достигаться, в частности, путем адаптации фискальной монетарной политики для реакции на шоки и структурные изменения в экономике (то есть учитывать, например, индустриализацию в развивающихся странах и энергетический переход в развитых странах). Модернизация промышленности и поддержание устойчивой занятости потребуют необходимого объема фискального пространства, поэтому для перспективных проектов развития, которые ожидаемо принесут высокие налоговые поступления и доходы, необходимо допускать создание дополнительной ликвидности. Следовательно, необходимо усилить зависимость центральных банков от реализации социальных целей и целей устойчивого развития;

в) *приоритет государственных инвестиций в инфраструктуру* — для роста занятости, повышения энергоэффективности, производительности, декарбонизации. Необходима ориентация промышленной политики на приоритетные сектора и расширение горизонта инвестиций частного сектора, в том числе посредством использования реинвестированной прибыли;

г) *стремление к более справедливому распределению доходов*, в частности, на основе прогрессивных налоговых реформ (налог на непредвиденные расходы, налог на богатство, продолжение борьбы с налоговыми убежищами);

д) *формирование новой международной финансовой архитектуры* (так называемый «новый Бреттон-Вудс»), поскольку стабильность мировой валютной и финансовой систем требует более адекватной поддержки ликвидности и платежного баланса, правил управления долговыми кризисами.

### Список литературы

- Атурин В.В., Григорян К.Г.* Кризис экономической науки и интересы государства в условиях финансово-экономической глобализации // Вестник университета. 2014. № 21. С. 67–70.
- Кириллов В.Н., Миллер Я.В.* Глобальные цепочки создания стоимости в контексте новых вызовов развития мировой экономики // Российский внешнеэкономический вестник. 2021. № 2. С. 86–97.
- Смирнов Е.Н., Карелина Е.А.* Некоторые аспекты мировой финансовой стабильности в условиях пандемии коронавируса // Финансовые рынки и банки. 2021. № 2. С. 43–48.
- Смирнов Е.Н., Лукьянов С.А.* Нестабильность международной торговли и подходы к оптимальному регулированию // Управленец. 2021. Т. 12. № 5. С. 21–31.
- Araujo A.P., Ferreira R., Funchal B.* The Brazilian Bankruptcy Law Experience // Journal of Corporate Finance. 2012. Vol. 18, no. 4. P. 994–1004.
- Asonuma T., Trebesch C.* Sovereign Debt Restructurings: Preemptive or Post-Default // Journal of the European Economic Association. 2016. Vol. 14, no. 1. P. 175–214.
- Black S., Parry I., Roaf J., Zhunussova K.* Not Yet on Track to Net Zero: The Urgent Need for Greater Ambition and Policy Action to Achieve Paris Temperature Goals // IMF Staff Climate Note. 2021. No. 2021/005. International Monetary Fund (IMF), Wash., DC. 30 p.
- Borensztein E., Panizza U.* The Costs of Sovereign Default // IMF Staff Papers. 2008. No. WP/08/238. 50 p.

- Chateau J., Jaumotte F., Schwerhoff G. Economic and Environmental Benefits of International Cooperation on Climate Policies // IMF Research Department Paper. 2022. No. 7. International Monetary Fund (IMF), Wash., DC. 41 p.
- Cloyne J., Hürtgen P. The Macroeconomic Effects of Monetary Policy: A New Measure for the United Kingdom // American Economic Journal: Macroeconomics. 2016. Vol. 8, no. 4. P. 75–102.
- Fonseca J., Van Doornik B. Financial Development and Labor Market Outcomes: Evidence from Brazil // Working Paper. 2020. No. 532. Research Department, Central Bank of Brazil. 70 p.
- Furceri D., Zdzienicka A. How Costly Are Debt Crises? // Journal of International Money and Finance. 2012. Vol. 31. (4). P. 726–742.
- Gadgil S., Ronald B., Vyakaranam L. Timely Resolution of Cases under the Insolvency and Bankruptcy Code // Journal of Critical Reviews. 2019. Vol. 6, no. 6. P. 156–167.
- Giné X., Kanz M. The Economic Effects of a Borrower Bailout: Evidence from an Emerging Market // Review of Financial Studies. 2018. Vol. 31, no. 5. P. 1752–1783.
- Giné X., Love I. Do Reorganization Costs Matter for Efficiency? Evidence from a Bankruptcy Reform in Colombia // Policy Research Working Paper. 2006. No. 3970. World Bank, Wash., DC. 42 p.
- Kose M.A., Ohnsorge F., Reinhart C.M., Rogoff K.S. The Aftermath of Debt Surges // Policy Research Working Paper. 2021. No. 9771. World Bank, Wash., DC. 33 p.
- Lim Y., Hahn C. Bankruptcy Policy Reform and Total Factor Productivity Dynamics in Korea: Evidence from Macro Data // NBER Working Paper. 2003. No. 9810. National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, MA. P. 297–326.
- Parry I., Black S., Roaf J. Proposal for an International Carbon Price Floor among Large Emitters // IMF Staff Climate Notes. 2021. No. 2021/001. International Monetary Fund (IMF), Wash., DC. 18 p.

## References

- Aturin, V.V., & Grigoryan, K.G. (2014). The crisis of economic science and the interests of the state in the context of financial and economic globalization. *Bulletin of the University*, 21, 67–70. (In Russ.).
- Kirillov, V.N., & Miller, Ya.V. (2021). Global value chains in the context of new challenges in the development of the world economy. *Russian Foreign Economic Bulletin*, 2, 86–97. (In Russ.).
- Smirnov, E.N., & Karelina, E.A. (2021). Some Aspects of Global Financial Stability in the Context of the Coronavirus Pandemic. *Financial Markets and Banks*, 2, 43–48. (In Russ.).
- Smirnov, E.N., & Lukyanov, S.A. (2021). Instability of international trade and approaches to optimal regulation. *Manager*, 5(12), 21–31. (In Russ.).
- Araujo, A.P., Ferreira, R., & Funchal, B. (2012). The Brazilian Bankruptcy Law Experience. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 994–1004.
- Asonuma, T., & Trebesch, C. (2016). Sovereign Debt Restructurings: Preemptive or Post-Default. *Journal of the European Economic Association*, 175–214.
- Black, S., Parry, I., Roaf, J., & Zhunussova, K. (2021). Not Yet on Track to Net Zero: The Urgent Need for Greater Ambition and Policy Action to Achieve Paris Temperature Goals. *IMF Staff Climate Note*, 2021/005. International Monetary Fund (IMF), Wash., DC, 30 p.
- Borensztein, E., & Panizza, U. (2008). The Costs of Sovereign Default. *IMF Staff Papers*. WP/08/238, 50 p.
- Chateau, J., Jaumotte, F., & Schwerhoff, G. (2022). Economic and Environmental Benefits of International Cooperation on Climate Policies. *IMF Research Department Paper*, (7). International Monetary Fund (IMF), Wash., DC, 41 p.



- Cloyne, J., & Hürtgen, P. (2016). The Macroeconomic Effects of Monetary Policy: A New Measure for the United Kingdom. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 8(4), 75–102.
- Fonseca, J., & Van Doornik, B. (2020). Financial Development and Labor Market Outcomes: Evidence from Brazil. *Working Paper*, 532, Research Department, Central Bank of Brazil, 70 p.
- Furceri, D., & Zdzienicka, A. (2012). How Costly Are Debt Crises? *Journal of International Money and Finance*, 31(4), 726–742.
- Gadgil, S., Ronald, B., & Vyakaranam, L. (2019). Timely Resolution of Cases under the Insolvency and Bankruptcy Code. *Journal of Critical Reviews*, 6(6), 156–167.
- Giné, X., & Kanz, M. (2018). The Economic Effects of a Borrower Bailout: Evidence from an Emerging Market. *Review of Financial Studies*, 31(5), 1752–1783.
- Giné, X., & Love, I. (2006). Do Reorganization Costs Matter for Efficiency? Evidence from a Bankruptcy Reform in Colombia. *Policy Research Working Paper*, 3970. World Bank, Wash., DC, 42 p.
- Kose, M.A., Ohnsorge, F., Reinhart, C.M., & Rogoff, K.S. (2021). The Aftermath of Debt Surges. *Policy Research Working Paper*, 9771. World Bank, Wash., DC, 33 p.
- Lim, Y., & Hahn, C. (2003). Bankruptcy Policy Reform and Total Factor Productivity Dynamics in Korea: Evidence from Macro Data. *NBER Working Paper*, 9810. National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, MA, 297–326.
- Parry, I., Black, S., & Roaf, J. (2021). Proposal for an International Carbon Price Floor among Large Emitters. *IMF Staff Climate Notes*, 2021/001. International Monetary Fund (IMF), Wash., DC, 18 p.

#### Сведения об авторе / Bio note

Смирнов Евгений Николаевич, доктор экономических наук, профессор, и.о. заведующего кафедрой мировой экономики и международных экономических отношений, Государственный университет управления. ORCID: 0000-0002-9325-7504. E-mail: smirnov\_en@mail.ru

Evgeny N. Smirnov, Doctor of Economics, Professor, Acting Head of the Department of World Economy and International Economic Relations, State University of Management. ORCID: 0000-0002-9325-7504. E-mail: smirnov\_en@mail.ru