

Научная статья

УДК 339.9

JEL: E7, F63, G15

<https://doi.org/10.18184/2079-4665.2023.14.2.207-223>

## Индикаторы развития кризисов и финансовое поведение субъектов глобальной экономической системы в кризисные периоды

Ромашкина Гульнара Фатыховна<sup>1</sup>, Скрипнюк Джамиля Фатыховна<sup>2</sup>,  
Андреанов Кирилл Владимирович<sup>3</sup>

<sup>1,3</sup> Тюменский государственный университет; Тюмень, Россия

<sup>2</sup> Санкт-Петербургский политехнический университет Петра Великого; Санкт-Петербург, Россия

<sup>1</sup> [g.f.romashkina@utmn.ru](mailto:g.f.romashkina@utmn.ru), <https://orcid.org/0000-0002-7764-5566>

<sup>2</sup> [skripnyuk.d@spbstu.ru](mailto:skripnyuk.d@spbstu.ru), <https://orcid.org/0000-0003-3773-9098>

<sup>3</sup> [kirvland@yandex.ru](mailto:kirvland@yandex.ru), <https://orcid.org/0000-0003-4135-0878>

### Аннотация

**Цель:** сформировать оценочные индикаторы развития кризисов на основе анализа финансового поведения субъектов глобальной экономической системы в различные кризисные периоды.

**Методы:** количественный и качественный анализ периодизации кризисов по оценочным индикаторам, рассчитанным по данным Мирового банка; ретроспективный, сравнительный анализ финансового поведения субъектов глобальной экономической системы.

**Результаты работы.** Сформированы оценочные индикаторы развития кризисов. Систематизированы методы и подходы к изучению развития кризисов на основе анализа финансового поведения субъектов глобальной экономической системы в кризисные периоды. Показано, что в числе оценочных индикаторов развития кризисов может выступать состояние платежного баланса. Скачки цен на нефть могут также предвещать наступление кризисов. Золото поднимается в цене в процессе и сразу после кризиса, играя роль резервной валюты. Размах вариации темпов прироста показателей денежной массы, рыночной капитализации компаний и внутреннего кредита снижается в рассматриваемом временном периоде.

**Выводы.** Выделены оценочные индикаторы развития кризисов, способные выступать как система опережающих индикаторов кризисных процессов в условиях увеличения объемов глобальной экономики и усиления неустойчивости мировой финансовой системы. Финансовый сектор мировой экономики становится все более оторванным от реального сектора. Фактически, финансовый сектор и государственные институты переводят риски в глобальную экономическую систему, создавая при этом новые правила финансового поведения субъектов глобальной экономической системы. Предлагается опережающие индикаторы кризисных процессов рассматривать как систему, способную формировать базовые факторы финансового поведения субъектов глобальной экономической системы в кризисные периоды. Усиление влияния новых технологий, включая передовые информационно-коммуникационные, в условиях расширения многообразия моделей и систем взаимодействия индивидуальных агентов и институциональных систем способно как выступать безусловным двигателем экономического развития, так и провоцировать сильнейшие кризисы в глобальной экономической системе.

**Ключевые слова:** индикаторы развития кризисов, финансы, поведение, кризисы, глобальная экономическая система

**Благодарность.** Исследование выполнено при финансовой поддержке Российского научного фонда в рамках проекта № 23-28-01321 «Анализ поведения участников долгового рынка в условиях кризисных ситуаций в связанных экономиках».

**Конфликт интересов.** Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

**Для цитирования:** Ромашкина Г. Ф., Скрипнюк Д. Ф., Андреанов К. В. Индикаторы развития кризисов и финансовое поведение субъектов глобальной экономической системы в кризисные периоды // МИР (Модернизация. Инновации. Развитие). 2023. Т. 14. № 2. С. 207–223

EDN: <https://elibrary.ru/dzcthn>. <https://doi.org/10.18184/2079-4665.2023.14.2.207-223>

© Ромашкина Г. Ф., Скрипнюк Д. Ф., Андреанов К. В., 2023



Original article

## Indicators of crisis development and financial behavior of subjects of the global economic system in crisis periods

Gulnara F. Romashkina<sup>1</sup>, Djamilia F. Skripnuk<sup>2</sup>, Kirill V. Andrianov<sup>3</sup><sup>1,3</sup>Tyumen State University; Tyumen, Russia<sup>2</sup>Peter the Great St.Petersburg Polytechnic University; Saint-Petersburg, Russia<sup>1</sup>g.f.romashkina@utmn.ru, <https://orcid.org/0000-0002-7764-5566><sup>2</sup>skripnyuk.d@spbstu.ru, <https://orcid.org/0000-0003-3773-9098><sup>3</sup>kirvland@yandex.ru, <https://orcid.org/0000-0003-4135-0878>

### Abstract

**Purpose:** is to form evaluative indicators of crises based on the analysis of financial behavior of subjects of the global economic system during various crisis periods.

**Methods:** quantitative and qualitative analysis of the crises' periodization, according to evaluative indicators calculated on the World Bank data; retrospective, comparative analysis of the financial behavior of subjects of the global economic system were used.

**Results:** evaluative indicators of crises are formed. Methods and approaches to the study of crises are systematized based on the analysis of the financial behavior of subjects of the global economic system in crisis periods. It is shown that the state of the balance of payments can be among the evaluative indicators of crises. The spikes of the oil prices can also anticipate a crisis. The gold rises in price during and immediately after crisis, serving as a reserve currency. In this time, there is a decrease in the scale of variation in the growth rates of indicators of money supply, companies' market capitalization and domestic credit.

**Conclusions and Relevance:** the identified evaluative indicators can act as a system of leading indicators of crisis processes, in conditions of an increase in the global economy volume and the intensifying instability of the global financial system. It is shown that the financial sector of the world economy is increasingly detached from the real sector. The financial sector and state institutions, using various risk reduction tools, transfer risks to the global economic system, which leads to the development of new rules of financial behavior of the subjects of the global economic system in crisis periods. It is proposed to consider the leading indicators of crisis processes as a system that can form the basic factors of financial behavior of subjects of the global economic system in crisis periods, determining the directions of stability of the world economic system. The strengthening of the influence of new technologies, including advanced information and communication technologies, in the context of expanding the diversity of models and systems of interaction of individual agents and institutional systems can both act as an unconditional engine of economic development and provokes the strongest crises in the global economic system.

**Keywords:** indicators of crises, finance, behavior, crises, global economic system

**Acknowledgments.** The article was supported by the Russian Science Foundation grant № 23-28-01321 "The analysis of debt market participant's behavior in the environment of crisis in connected countries".

**Conflict of Interest.** The Authors declare that there is no Conflict of Interest.

**For citation:** Romashkina G. F., Skripnuk D. F., Andrianov K. V. Indicators of crisis development and financial behavior of subjects of the global economic system in crisis periods. *MIR (Modernizatsiia. Innovatsii. Razvitie) = MIR (Modernization. Innovation. Research)*. 2023; 14(2):207–223. (In Russ.)

EDN: <https://elibrary.ru/dzcthn>. <https://doi.org/10.18184/2079-4665.2023.14.2.207-223>

© Romashkina G. F., Skripnuk D. F., Andrianov K. V., 2023

### Введение

Актуальность представленной работы обусловлена возрастанием роли финансов в современной глобальной экономической системе. С одной стороны, некоторые финансовые системы превышают экономические возможности национальных государств. С другой стороны, благодаря беспре-

цедентной доступности информации, накладывающейся на слабую финансовую грамотность, мелкие индивидуальные инвесторы, которых обычно относят к «толпе» или «массам», могут обрушивать крупнейшие финансовые институты. Один из свежих примеров – это события марта 2023 г., вследствие которых американские регулирующие органы взяли под свой контроль Silicon Valley Bank<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Life is getting tough for borrowers. Where will the pain be felt? // The Economist. 15.04.2023. URL: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2023/04/11/life-is-getting-tough-for-borrowers-where-will-the-pain-be-felt> (дата обращения 22.04.2023)

Аналитики спрашивали, повторится ли сценарий событий 15-летней давности, или все обойдется легкой паникой на рынках<sup>2</sup>.

Исследование, посвященное формированию оценочных индикаторов, способных объяснить процессы развития кризисов с позиции факторов финансового поведения субъектов глобальной экономической системы, приобретает особую актуальность в условиях повторяющихся кризисных периодов. Эксперты в экономической сфере, как правило, замечательно описывают прошлые кризисы, но не успевают оперативно ответить на быстро меняющуюся действительность. В данной работе будут показаны индикаторы, которые могут помочь аналитикам идентифицировать надвигающиеся кризисы, снижая уровень неопределенности.

В представленной статье мы попытаемся раскрыть проблему во многом противоречивого развития экономических теорий и подходов, объясняющих взаимосвязи между экономическим развитием, финансами и государственными институтами с акцентом на роль индивидуальной логики в этих взаимосвязях.

Мы согласны с Э. Стокхаммером и Э. Бентссоном в том, что сегодня почти все понимают, что финансы являются важнейшей силой в современной экономике и обществе [1]. Современное государство всегда обращалось к банкам и финансовым институтам с целью финансирования своих долгов и расходов, выпуская множество финансовых инструментов (например, облигации, казначейские векселя) и поддерживая прочные связи с финансовой элитой. Частные лица также стали вовлекаться в финансовую систему. Тем не менее, можно, вслед за Дж. Стиглицем, утверждать, что мир продолжает движение на длинной волне расширения финансовой системы, которая последовала за либерализацией рынка капиталов [2]. В то же время, соглашаясь с Д. Агудело и Д. Мунера, можно указывать на глобальных инвесторов как на «переносчиков кризисной инфекции на развивающиеся рынки» [3]. Современные кризисы показали нам, что в кризисные периоды роль индивидуальной логики может проявиться сильнее, чем влияние традиционных институциональных и фундаментальных факторов, способных объяснить рациональность поведения и выбор тех или иных экономических или финансовых оценок в более спокойные периоды.

Примерами могут служить массовое поведение глобальных мелких инвесторов, поведение глобальных игроков на развивающихся рынках. Мы утверждаем и показываем на конкретных примерах, что вследствие этого растет важность сво-

временной и жесткой реакции государственных институтов, ограничивающих власть инвесторов и банков в экономике.

### Обзор литературы и исследований

По утверждению П. Бофингера и соавторов, в настоящее время стоит вновь обратиться к идеям Й. Шумпетера, чтобы попытаться объяснить масштабы и даже направление международных потоков капитала [4]. Эти идеи включают необходимость различия между «реальным анализом» и «монетарным анализом», как он это называл, и его последствиям для монетарной макроэкономики. Экономисты не могут спрогнозировать кризисы, но объяснения «постфактум» проводятся весьма убедительным образом [5–7].

Обычно выделяют 3 базовых фактора, определяющих новые особенности экономического развития: финансовая глобализация, инновационно-технологические и институциональные факторы [8–11]. В число последних относят вмешательство государства [7, 8]. Теория финансовых рынков и теория кризисов позволила нам сформировать концептуальную основу обобщения, которая раскрыта через индикаторы, способные объяснить процессы развития кризисов с позиции факторов финансового поведения субъектов глобальной экономической системы. Поэтому индикаторы отобраны таким образом, чтобы отразить регулятивную, спекулятивную, инвестиционную составляющие.

В.А. Мау предложил статистически характеризовать глобальную экономическую систему динамикой таких показателей, как темпы прироста мирового ВВП, физические объемы производства, спекулятивного капитала и мировой безработицы, индексы DJIA и S&P500, темпы мирового импорта и экспорта, цены на золото и баррель нефти [7]. Если указанные индикаторы достигают критических значений, экономика теряет свою траекторию развития. Обычно такие периоды называют кризисными. Э. Рустамов показал, что частота периодов кризисов значительно увеличилась с формированием мировой финансовой системы, которая была создана начиная с 1980-х годов [6].

Но статистический экономический анализ так и не смог предсказать наступление ни одного кризиса, в этом мы согласны с выводами О. Джорды, А.М. Шуларика и А.М. Тейлора [11]. Многие исследователи стали включать в статистический анализ поведенческие факторы, например, В. Рикарди и Х.К. Саймон [12]. Возможно, одной из причин является то, что финансы исторически развивались

<sup>2</sup>Крах Silicon Valley Bank выявил риски для сектора, привел к пересмотру прогнозов для ставки ФРС. Обзор // Интерфакс. Экономика. 13.03.2023. URL: <https://www.interfax.ru/business/890803> (дата обращения 22.04.2023)

как особая система деятельности. Согласно выводам Д. Косты, Ф. Карвалью и Б. Морейра, если производство, потребление и распределение или обмен как рыночный интерфейс взаимосвязей производства и потребления, являются 3-мя различными сферами экономической деятельности, то финансы – это 4-я сфера, представляющая некую инфраструктуру, создающую финансовое обеспечение производственным и торговым процессам и потокам [13]. При этом, казалось бы, очевидно, что эти производственные и торговые процессы и потоки должны быть обеспечены неким количеством денежных и финансовых ресурсов для того, чтобы данные процессы могли обеспечивать социально-экономическое развитие различных субъектов экономической деятельности. Проблема и вопрос заключаются в том, в каком объеме и в какой структуре эти денежные и финансовые ресурсы должны наиболее эффективно обеспечивать искомое социально-экономическое развитие. Ответы на эти вопросы искал, например, С.К Миттал, как на практике, так и в существующих теориях [14]. Продолжение этих поисков можно найти в работе Дж. Джейна, Н. Валия и С. Гупта, начиная с теории капитала, когда товар должен быть обеспечен неким количеством денежной массы, теоретических положений Кейнса о значимой роли государственного регулирования, продолжая современными неинституциональными теориями, с выделением роли «экономического человека» [15]. Как теория, неинституционализм развивался, дополняя направление экономикс. В основе лежит контрактная парадигма Дж. Коммонса, когда объяснение общественных отношений с позиции рационально мыслящего «экономического человека» расширяется посредством учета ценового механизма в условиях совершенной конкуренции, что отметил Х. Мааруф [16].

А. Фонтана и М. Шайхер на примере стран еврозоны за период 2007–2012 гг. показали, как волатильность финансовых рынков фактически перераспределяет риски в слабые экономики [17]. Р. Нижкенс и В. Вагнер на панельных данных банковских операций показали, что основной причиной кризиса 2007–2009 гг. являются различные способы, с помощью которых банки переносили кредитный риск в финансовую систему [18].

Но не только финансы служили локомотивом кризисных ситуаций. Халид Хан и соавторы утверждали, что существование пузырей на рынке нефти может спровоцировать развитие очередного экономического кризиса. Более того, они проверили аналитическими методами, что расширение пузырей совпало с началом кризиса 2008–2009 гг. [19].

Д. Слатер отметил, что сделки по обмену товаров на деньги в первичном секторе экономики обычно

не включают в себя долговые обязательства, которые выходят далеко за рамки фактической сделки, на первичных рынках участники расстаются, когда они завершили сделку [20, с. 237]. Примером рационального поведения на рынках обычно называют рынок нефти. Поскольку нефть является товаром, который можно хранить, и ее цена постоянно меняется по мере поступления на рынок новой информации, рынок может действовать более эффективно и рационально. Говоря о рациональности рынка и рациональном поведении, надо понимать о каких рынках и о какой цене идет речь. Да, нефть – это товар, который можно хранить. С одной стороны, очевидно, что необходимо отдельно выделять биржевой рынок, где на нефть, как классический биржевой товар, формируется спекулятивная цена в виде срочных биржевых контрактов. С другой стороны, существует рынок реальных поставок нефти, где цена формируется в условиях контрактных цен и обязательств. Какой из этих рынков можно рассматривать в виде рационального рынка с рациональным поведением, и насколько данные рынки связаны? На наш взгляд, очень часто происходит путаница и смешивание данных рынков и условий. И все-таки биржевые рынки, как сегмент финансовых рынков, с обращающимися на них биржевыми товарами и обязательствами, в современных условиях практически полностью превратились в спекулятивный инструмент различных участников глобального рынка. И, если говорить о рациональности поведения в этих условиях, то это, скорее всего, рациональность поведения при спекулятивных решениях, при формировании, например, некоего финансового портфеля. Но реальный рынок этих же товаров все больше и больше отрывается от финансового рынка [20]. Кроме того, рациональность поведения можно рассматривать с позиции экономических оценок и (или) с позиции финансовых оценок. Вне зависимости от типов рынков, финансовые оценки необходимо рассматривать, например, с позиции позитивного восприятия риска, иначе они становятся невозможными в перспективе, здесь мы согласимся с мнением Р. Нижкенса и В. Вагнера [18].

Экономические оценки традиционно работали в логике оптимизации взаимосвязей между риском и возможными прибылями, в рамках предположений об «экономическом человеке», основываясь на опыте ведения домашнего хозяйства. Можно предположить, что экономическое мышление с середины XX века балансирует между бытовой формой рассуждений и идеей оптимизации индивидуальных интересов, закрепленной в понятии «экономический человек», понятиями, которые, вероятно, не очень помогают нам понять финансовую логику принятия решений в общепринятой парадигме [14].

На неоднозначность влияния финансовой системы указывают многие исследователи. Они часто противоречат друг другу. Высказывая свое разочарование финансовой глобализацией, Д. Родрик и А. Субраманиян утверждали, что экономисты переоценивают роль финансов в экономическом развитии [21]. Ж. де Грегорио и П. Гвидотти утверждали, что в странах с высоким уровнем дохода финансовая глубина экономики с 1960 по 1985 гг. положительно коррелировала с уровнем экономического развития, но позднее знак взаимосвязи сменился на отрицательный [22]. Финансовая глубина экономики начинает оказывать негативное влияние на рост производства, когда объемы кредитования частного сектора экономики начинают превышать ВВП.

Не слишком ли много финансов в мире, задали вопрос Ж.-Л. Аркан и соавторы [23]. В качестве эпиграфа, авторы сослались на высказывание Дж. Тобина, «...Мы направляем все больше и больше наших ресурсов, в том числе сливок нашей молодежи, на финансовую деятельность, далекую от производства товаров и услуг, на деятельность, которая приносит высокие частные выгоды, несоизмеримые их социальной производительности». Важно отметить, что институциональные факторы могут влиять на взаимосвязь между финансами и экономическим ростом, но эти взаимосвязи не носят универсальный характер. Б.Н. Балтаги, П.О. Деметриадес и С.Ш. Лоу, по 2-м массивам данных панельных рядов 42-х развивающихся стран и 32-х взаимосвязанных развитых и развивающихся, показывали, как в странах с плохими институтами или высокой инфляцией финансы перестают влиять на экономический рост [24].

Чи-Ян Чен, Мэй-Се Чие и Чиен-Чан Ли, на основе анализа панельных данных 72-х стран с 2000 г. по 2015 г., сделали ряд важных обобщений. Во-первых, независимо от уровня национального дохода, финансовое развитие всегда неблагоприятно для экономического роста, но этот негативный эффект сильнее в странах с высоким уровнем дохода. Во-вторых, распространение ИКТ может улучшить экономический рост в странах с высоким уровнем дохода, но эффект неоднозначен в странах со средним и низким уровнем дохода [10].

### Материалы и методы

Методология исследования опирается на анализ периодизации кризисов в привязке к особенностям финансового поведения субъектов глобальной экономической системы в кризисные периоды. Цель исследования – сформировать оценочные индикаторы развития кризисов на основе анализа финансового поведения субъектов глобальной экономической системы в различные кризисные периоды. В качестве субъектов глобальной эконо-

мической системы рассматриваются производственные компании, коммерческие банки и кредитно-финансовые организации, различные институты национальных экономик и межгосударственных интеграционных группировок, осуществляющие различные денежно-кредитные операции, а следовательно, имеющие некоторое финансовое поведение.

В качестве оценочных индикаторов (показателей) данного финансового поведения выбраны следующие.

1. Мировой ВВП, темп прироста, %.
2. Денежная масса, в % к мировому ВВП.
3. Внутренний кредит частного сектора, в % к мировому ВВП.
4. Рыночная капитализация компаний, в % к мировому ВВП.
5. Цена монетарного золота за тройскую унцию, в долларах США.
6. Цена за баррель нефти, в долларах США.
7. Доля совокупных платежей по внешнему долгу к величине экспортных поступлений стран, %.
8. Доля совокупных платежей по внешнему долгу к ВВП стран, %.

При этом изменение значений показателей по состоянию платежного баланса (резкое падение профицита или рост дефицита платежного баланса страны; показатели 7 и 8) рассматриваются в качестве опережающих индикаторов развития кризисов.

Выборка данных включает все страны и регионы, которые в периоды с 1982 по 2023 гг. предоставляли в Мировой банк данные по обслуживанию внешнего долга: всего 112 стран, из них предоставляли данные в разные периоды от 73-х до 112-ти стран. Учитывалось, что некоторые страны предоставляли данные не регулярно, и начинали предоставлять данные в различные временные периоды. Применялся ретроспективный анализ методов и подходов к изучению финансового поведения субъектов глобальной экономической системы в кризисные периоды. Использовались статистический, сравнительный виды анализа полученных данных. Данные анализировались в целом по миру.

### Результаты исследования

#### *Кризисы в глобальной экономической системе*

На основании анализа публикаций мы выделили ряд показателей, которые могут служить индикаторами возникновения кризиса в глобальной экономической системе. Под глобальной экономической системой мы понимаем систему, которая включает:



- a) глобальное производство, представленное транснациональными компаниями и системой перемещения трудовых ресурсов;
- b) мировую валютно-финансовую систему, включающую совокупность денежно-кредитных рынков и рынков капитала (глобальная валютно-финансовая система);
- c) мировую систему движения товаров, услуг и результатов интеллектуальной деятельности, включающую международную торговлю, систему создания и распространения инноваций;
- d) глобальную информационную систему (глобальная Интернет-система), представленную техническими средствами перемещения информации, организации электронной торговли.

Проведем более внимательный анализ периодизации кризисов.

Наиболее широко известным является мнение, что до 1920-х гг. экономика в основном развивалась в циклическом режиме на основе эндогенных факторов. Для выхода экономики из кризиса не было необходимости во вмешательстве государства. Эндогенный механизм циклического развития не сработал во время мирового экономического кризиса 1929–1933 гг. Тогда сформировались новые механизмы появления кризисной волатильности.

Азиатский экономический кризис 1997–1998 гг. называют примером того, как массивный приток капиталов вызвал перегрев рынка недвижимости, рост государственного и корпоративного долга, спровоцировав глобальный обвал финансовых рынков [9, 11]. Но тогда еще не были выработаны глобальные правила поведения по предупреждению таких кризисов, отражающие принципиально новые внешние условия.

Растущее значение финансовой глобализации для экономики в целом продемонстрировали миру глобальный экономический кризис 2007–2009 гг. и европейский долговой кризис 2010–2011 гг. Как правило, финансирование может быть получено по двум каналам: банковское кредитование и финансовые рынки. В странах, ориентированных на производство, таких как Германия, исторически сложилось доминирование банковского кредитования. Э. Стокхаммер и Э. Бенгтссон в своем обзоре истории финансирования продемонстрировали, что в США, как и в англосаксонских странах в целом, сложилась иная модель, когда денежные рынки и рынки ценных бумаг обеспечивали важные каналы кредитования посредством различных видов ценных бумаг [1].

Очевидно, что при попытках объяснить механизмы кризисов возникает много вопросов: насколько вообще возможно существование этого разум-

ного «экономического человека» (под экономическим человеком в данном случае следует понимать различные субъекты, или лица, принимающие решения в производственно-торговых отношениях); насколько возможно существование совершенной конкуренции, которая считается главным фактором развития свободных рынков; какие факторы способны это все заменить (например, инновационно-технологический прогресс); некие регуляторы [13–15]. Если рассуждать в терминах классической экономики, которая говорит о «невидимой руке рынка», то получатся «видимая рука регулятора». Существует множество подходов, исследований, которые отвечают на данные вопросы, часть из них мы рассмотрим ниже.

Смену технологических укладов тоже можно рассматривать как некий экзогенный фактор механизмов кризисов, если оставаться в парадигме существования циклов, понимая при этом, что временные периоды этих циклов в современных условиях сильно сжаты. Глобальный экономический кризис 2007–2009 гг. последователи Н.Д. Кондратьева связывают со сменой технологического цикла. Может оказаться, что сами технологические изменения являются результатом научно-технического прогресса, и это уже эндогенный фактор кризисов. Как показали Х.М. Адди и А.Б. Абубакар, финансовая глобализация как часть научно-технического прогресса привела к международной экспансии финансовых посредников и интернационализации систем финансового регулирования [8]. Государства пытаются защищаться, усиливая степень вовлечения институтов в экономические и социальные процессы [5–7].

Проведение анализа финансового поведения субъектов глобальной экономической системы в кризисные периоды позволит, на наш взгляд, обобщать отдельные обобщения по возможным факторам данного финансового поведения в различные кризисные периоды.

Мы понимаем, что нельзя изучать финансовое поведение просто как категорию потребления. Даже несмотря на то, что сами финансы включают в себя принципы распределения (например, распределение риска) и, возможно, измерение потребления информации, это вряд ли может быть объяснено с точки зрения ведущих теорий потребления, которые касаются образа жизни потребителей, их идентичности и самовыражения [15]. Одна из причин различий между финансовой системой и другими экономическими сферами заключается в том, что финансы выполняют специализированную (посредническую) функцию, как мы уже указывали выше. Например, как люди, экономические агенты и институты согласовывают свои интересы в сегодняшнем «бурлящем море» открытой и доступной информации [11].

Как утверждал Дж. Кейнс, кредит должен быть получен до начала производственного цикла. Финансы и другие сферы экономики также регулируются по-разному, и в них действуют разные режимы [12]. Например, до тех пор, пока не разразился глобальный экономический кризис первого десятилетия XXI века, вызвавший, в том числе, усиление регулятивных режимов, внебиржевые рынки финансовых инструментов, не обращающихся на биржах, были предоставлены самим себе в плане внутреннего саморегулирования. В рамках свободного рынка это какое-то время служило хорошим конкурентным механизмом. С.К. Миттал заключил, что финансовые рынки требуют, чтобы мы научились понимать структуру действий инвестиций и спекуляций [14]. Оба типа финансовых действий, вероятно, связаны с обязательствами, обещаниями, и отношениями между поставщиком кредита (инвестиционного предложения, например, инвестором) и лицом, ищущим кредит (например, фирмой, государством, фондом), а также рынком [15]. Государства активно участвуют в такой торговле.

Последние 30 лет показали, как череда политических кризисов может вызвать изменения в финансовых институтах. Распад Советского Союза привел в движение множество разрозненных новых подходов к капитализму, часто с заметным участием финансовых рынков. Массовая приватизация бывших государственных предприятий создала тысячи новых государственных корпораций. К 2000-му г. в Азербайджане было 2 публично торгуемые корпорации, в Болгарии – 500, а в Румынии – более 5500 (уступая только США и Индии). Экономические траектории стран, ранее входящих в блок социалистических, сильно различались, большинство из них включали фондовые рынки как средство передачи государственной собственности, с разной степенью успеха. За пределами Восточной Европы десятки других стран открыли свои первые фондовые биржи в 1980-х и 1990-х гг., удвоив число стран в мире с внутренним фондовым рынком [7]. Новые биржи открылись в Монголии (1992), Латвии (1993).

На первых этапах трансформаций финансы становились все более свободными от государственного контроля, поскольку легкий поток ресурсов с помощью электронных средств обеспечил новую реальность. Это поставило под сомнение существующие типологии, которые, как правило, предполагают, что государства формируют пространства для финансирования экономической деятельности. Корпорации долгое время придерживались определенной стратегии в своем финансировании, но уже и государственная принадлежность стала скорее вопросом выбора. Например, если можно быстро и относительно легко разместить акции в Нью-Йорке, Лондоне или Гонконге,

то почему бы не сделать это множеству компаний со всего мира.

Э.Дж. Ньюман и соавторы, анализируя глобальную банковскую систему США с 1986 по 2004 гг., показали, как банки США распространяли свое глобальное влияние при помощи сетей межфирменных взаимодействий, включая в советы директоров представителей различных стран, отраслей и конгломератов, опираясь на информационные и коммуникационные технологии в последние десятилетия XX века [25]. Расширение сетей розничных филиалов, диверсификация бизнеса, создание взаимных фондов других компаний открывало возможности для повышения прибыли. По мере того, как финансы все больше отрывались от места, компаниям стало возможным полностью отказаться от своей внутренней финансовой системы [8]. Десятки компаний, зарегистрированных в Израиле, обошли фондовый рынок Тель-Авива и сразу попали на NASDAQ; многие азиатские фирмы финансировались американскими венчурными капиталистами, консультировались американскими юридическими фирмами и были зарегистрированы в Соединенных Штатах [9]. На фондовом рынке только их почтовый адрес отличал эти фирмы от типичных стартапов Кремниевой долины [25].

Можно предположить, что конец 1990-х гг. ознаменовался расцветом неолиберального консенсуса относительно роли финансов в экономическом росте. Б. Гуру и И. Ядав, на панельных данных БРИКС за период с 1993 г. по 2014 г., показали, что финансовые рынки в этих странах способствовали экономическому росту [26]. Утверждалось, что расширение финансирования в этих странах поддерживало инновации, хеджирование рисков и снижение бедности, что можно считать одним из самых оптимистичных прогнозов из соответствующих исследований.

К. Пуревал и Х. Хайни пересмотрели эти прогнозы по данным 24-х развитых стран ОЭСР с 1980 г. по 2017 г. Они утверждали, что в целом финансовые рынки и финансовые институты способствуют экономическому росту, но влияние финансовых рынков на экономический рост слабее, чем влияние финансовых институтов [27]. Д. Хендерсон и соавторы сделали вывод о том, что положительное влияние финансового развития на экономический рост в целом по миру с течением времени увеличивается. В разбивке по группам стран усиливается разнообразие: более развитые страны получают выгоду, а страны с низким уровнем дохода не получают никакой выгоды [28].

За первые десятилетия XXI века спекулятивный рыночный канал превратился в центральную часть глобальной финансовой архитектуры и финансовой организации мировых экономик. Например, в

США и Великобритании до начала XXI века менее 30% корпоративного финансирования поступало от коммерческих банков [11]. Хотя банковский кредит по-прежнему важен, он сам по себе глубоко связан с финансовыми долговыми рынками, благодаря собственным инвестиционным и финансовым стратегиям банков. Лишь небольшая часть денег, ссужаемых лицам, ищущим кредит, на самом деле поступает с депозитов клиентов. Примером может служить рынок переупакованных низкокачественных ипотечных долгов и кредитных деривативов, а также дефолтных обязательств в более общем плане. Основным фактором кризисов стало расширение кредитования и инвестиционного спекулятивного предложения, доступного банкам и кредитно-финансовым организациям, связанным с ними. Финансовые институты расширили свои рычаги за счет использования таких инструментов до объема, на несколько порядков превышающего их депозиты, и это вливание совокупных кредитных ресурсов в итоге значительно увеличило торговлю этими инструментами и риски, связанные с ними.

Противоречивость влияния финансов и инвестиций на экономический рост может быть опосредовано политическими факторами. Например, сосредоточившись на группе из 27-ми стран в период с 2005 по 2018 гг., Х.М. Адди и А.Б. Абубакар доказывали, что улучшение экономической свободы в отдельности стимулирует экономический рост, в то время как улучшение институционального качества эффективно стимулирует инвестиции [8]. Однако эффект взаимодействия повышения институционального качества и экономической свободы заключается в стимулировании как инвестиций, так и экономического роста.

Путь к экономическому росту был ясен, но узок и требовал удовлетворения потребностей близких глобальных инвесторов. Это была, конечно, несколько иная модель развития, чем знакомое состояние развития. Что изменилось? Возможный ответ предполагал, что снижение транзакционных издержек рыночного финансирования, по сравнению с другими формами финансирования, создало непреодолимую привлекательность как для эмитентов, так и для инвесторов. Предпринимателей привлекала возможность быстро разбогатеть с помощью публичного размещения акций; глобальных инвесторов привлекали высокие потенциальные темпы роста на развивающихся рынках. Старые модели государственного управления инвестициями, которыми руководствуются развивающиеся государства, такие как Япония и Корея, стали заменяться предпринимательской моделью, при которой западные инвесторы финансировали предпринимательскую деятельность по всему миру. Государства при этом больше бы не занимались «отбором победителей»: это сделали бы рын-

ки. Вместо этого надлежащая роль государства в финансовой сфере заключалась в создании правовой инфраструктуры для финансовых рынков и защите прав акционеров (опираясь на хорошо документированную архитектуру американской системы), снижении ограничений на поток финансов и наблюдении за ростом экономики [24–27].

Новая модель не была лишена компромиссов. Технологические изменения, расширяющие рыночное финансирование, привели к появлению явных победителей и проигравших, не только между государствами, но и внутри государства и в обществе в целом. В Соединенных Штатах коалиция менеджер/работник была заменена коалицией менеджер/владелец, что привело к соответствующей потере власти рабочей силой. Важным событием стала волна поглощений 1980-х гг., в ходе которой треть крупнейших промышленных корпораций США была захвачена и часто разделялась во имя «создания акционерной стоимости». Корпоративные менеджеры получали все большую компенсацию в соответствии с их способностью повышать цену акций, тем самым, согласовывая свои интересы с интересами своих акционеров. К 1990-м гг. среди тех, кто владел, и тех, кто управлял, сложился консенсус в отношении того, что корпорации существуют для создания акционерной стоимости, а не для обеспечения стабильной занятости, и волна сокращения штата урезала крупнейшие американские фирмы до их ядра, вызвав всплеск неравенства доходов [11]. Даже в банковской сфере сверхрасширение финансовых рынков создало как победителей, так и проигравших [3]. Растущая доступность для бизнеса рыночных долговых обязательств означала, что коммерческие банки в США потеряли большую часть первичного рынка для своего кредитования; с другой стороны, вкладчики обнаружили, что рыночные механизмы, такие как взаимные фонды, предлагают более прибыльную альтернативу традиционным сберегательным счетам, делая банки все более неактуальными [25]. Благодаря процессу консолидации в отрасли, в 1990-е – 2000-е гг. была создана небольшая группа национальных гигантов (JP Morgan Chase, Bank of America, Citigroup), но большинство крупных городов остались без местных банков. Инвестиционные банки, с другой стороны, становились все более крупными и могущественными, поскольку они были основными каналами рыночного финансирования. С точки зрения как вознаграждения, так и политического влияния, инвестиционные банкиры стали мощной силой в американском обществе. Отвечая на вопрос, кто бенефициары финансового развития, Д. Хендерсон, С. Папагеоргиу и С. Парметр указывали на саму финансовую систему [28]. Конвергенция во всем мире затрагивала не только финансирование, но и модели управления, отношение к инновациям. Неоднородность предпочтений инвесторов считалась одним из столпов устойчивости новой



экономической системы. Как описывали П. Фисс и Э. Зейждак, в Германии, которую, как правило, называют примером скоординированной рыночной экономики с классической банковской системой финансирования, государственные корпорации в 1990-х гг. начали заявлять о своей новообретенной приверженности «акционерной стоимости», отчасти для того, чтобы повысить свою привлекательность для иностранных инвесторов [29].

Оказалось, что развивающиеся рынки были не единственными, кто испытал на себе последствия финансовой глобализации. Ж.-Л. Аркан и соавторы утверждали, что слишком быстро перемещающиеся в мировой экономике финансы угрожают могуществу национального государства [23]. В ряде эмпирических исследований высказываются негативные и смешанные мнения о взаимосвязи экономического и финансового роста, возможно, из-за всплеска финансовых кризисов, или из-за того, что на фондовом рынке недостаточно мер для стимулирования экономического роста, а также из-за существования нелинейных взаимосвязей [30, 31]. Когда переговорная сила государств ослабляется все более мобильным капиталом, это оказывает прямое влияние на переговорную силу рабочей силы. Мартин Вольф заявил: «Интересы транснациональной компании не совпадают с интересами страны, из которой она происходит, или работников, которых она исторически нанимала» [31].

После серии глобальных кризисов, в начале XXI века, одновременно по всему миру происходила волна слияний и поглощений, в основном, на базе американских банков, которые становились все более сетевыми. По мнению Э. Ньюмана и соавторов, сами сети стали гораздо более обособленными, менее склонными к межфирменным взаимодействиям, как на уровне менеджмента и советов директоров, так и с точки зрения бизнес-стратегий, поскольку наиболее диверсифицированные банковские стратегии создали новые риски (дефолт стран, отказ от выполнения взаимных обязательств и т.д.). Поскольку глобальные банки были особенно склонны к слиянию, в первое десятилетие XXI века в США они были гораздо больше ориентированы на внутренний рынок, чем фирмы в большинстве других отраслей. Стратегия консолидации в США выразилась в снижении числа банков с зарубежными филиалами (более чем в 2 раза), снижении доли зарубежных операций, обособлении структуры советов директоров. Промышленность стала, в итоге, более глобальной, сами американские банки стали гораздо более внутренними [25].

Если десятилетие, закончившееся в 2000 г., стало кульминацией неолиберализма, основанного на финансах, то десятилетие, закончившееся в 2010 г., продемонстрировало опасность слишком

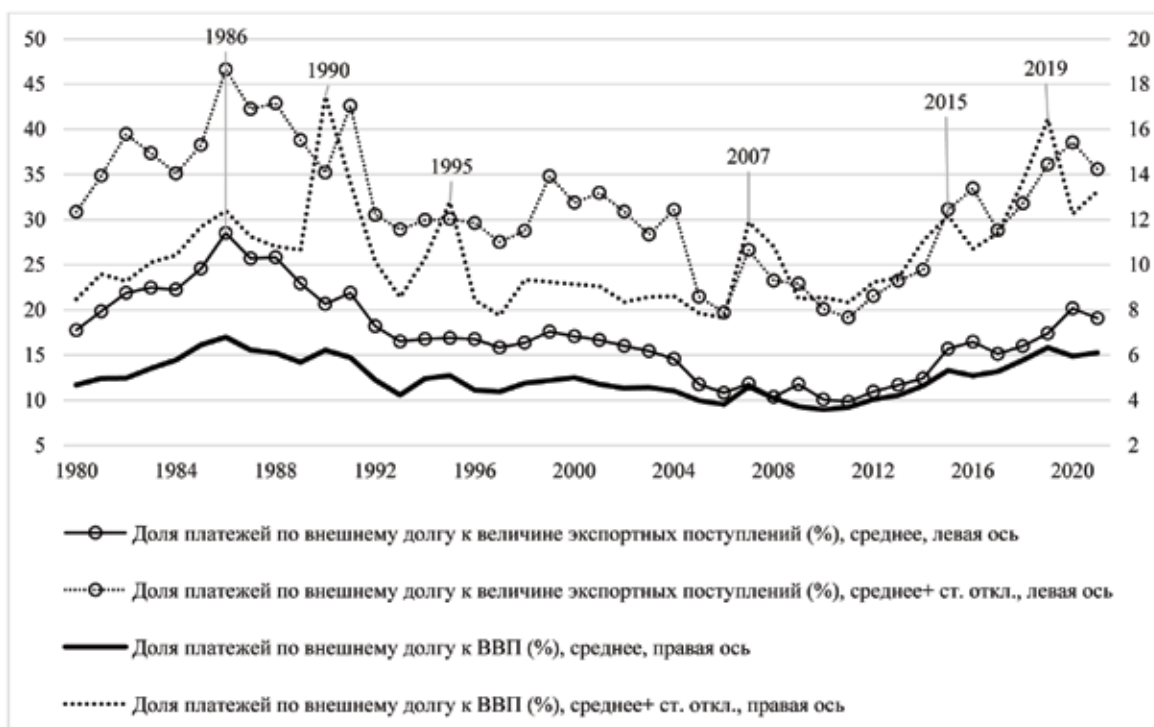
тесной привязки благосостояния общества к финансовым рынкам, безотносительно к реальному экономическому росту и развитию. Последующее десятилетие, закончившееся в 2020 г., определило решающее значение технологических инноваций во всех процессах экономики и финансов, причем как с позиции спекулятивных операций участников глобальной экономической системы, так и с позиции основных решений регуляторов по сдерживанию отрицательных последствий усиления спекулятивных операций и дальнейшего разрыва между реальным и финансовым сектором глобальной экономики.

#### *Механизм перехода ипотечного кризиса в экономический*

Экономический кризис, начавшийся в 2008 г., создал переломный момент для мировых финансов. В связи с реорганизацией финансовой сферы появились новые категории игроков (участников), которые приобрели политическое влияние. Например, ипотечное финансирование традиционно было простым делом в США: вкладчики размещали свои сбережения в местных банках, а банки выдавали ипотечные кредиты местным заемщикам. Широко распространенная секьюритизация ипотечных кредитов коренным образом изменила цепочку создания стоимости для финансирования жилищного строительства. Появились новые отрасли независимых ипотечных брокеров, которые заменили банковских кредитных специалистов, создателей кредитов (таких как Countrywide и New Century), которые выдавали первоначальные кредиты, а затем продавали их инвестиционным банкам для упаковки в ценные бумаги, обеспеченные ипотекой, и кредитные службы, которые принимали платежи от покупателей жилья и распределяли их среди инвесторов. В итоге, надулся и оглушительно лопнул ипотечный пузырь (рис. 1).

Все началось с нескольких тысяч американских домовладельцев, не выполнивших свои обязательства по выплате ипотечных кредитов. В конечном итоге был спровоцирован глобальный кризис, который подвел мир ко второй Великой депрессии. В сентябре 2008 г., за 3 недели, в США произошел крупнейший банковский крах, включающий несколько событий – банкротство бизнеса (Washington Mutual и Lehman Brothers), захват 2-х учреждений, контролировавших половину рынка ипотечных кредитов (Fannie Mae и Freddie Mac), почти полное банкротство крупнейшей в мире страховой компании (AIG) и исчезновение 2-х из 4-х крупнейших независимых инвестиционных банков (Lehman и Merrill Lynch) [32].

Только масштабное и беспрецедентное вмешательство федерального правительства США предотвратило крах финансовой системы. В начале 2010 г. рыночный индекс S&P 500 был на четверть ниже, чем



Разработано авторами по материалам: Total debt service (% of GNI). World Bank, International Debt Statistics // The World Bank. Data. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/DT.TDS.DECT.GN.ZS?view=chart> (дата обращения: 19.04.2023)

Рис. 1. Динамика средних величин состояния платежного баланса стран

Developed by the authors on materials in: Total debt service (% of GNI). World Bank, International Debt Statistics // The World Bank. Data. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/DT.TDS.DECT.GN.ZS?view=chart> (accessed 19.04.2023)

Fig. 1. Dynamics of the mean values of the balance of payments of countries

десятилетием ранее, и в США насчитывалось вдвое меньше государственных корпораций, чем в 1997 г.

В России кризис пришел практически сразу, но банк РФ реагировал не менее оперативно. Банк России согласовал сделку по приобретению группой Bank of Surgut 80% Юниаструм банка. Консорциум инвесторов ОАО «Инвестиционная группа «АЛРОСА» и ОАО «Российские железные дороги» (РЖД) 03.10.2008 г. подписал соглашение о приобретении 90% акций инвестиционного банка «КИТ Финанс»<sup>3</sup>.

Этот период обычно связывают с возвратом от депрессии к рецессии. Из прежних лидеров в США остались только Goldman Sachs и JP Morgan Chase. В итоге кризиса крупнейший «финансовый супермаркет» мира развалился на две части – международный универсальный банк Citicorp и Citi Holdings, объединивший брокерские услуги, управление розничными активами, местное потребительское кредитование.

#### Анализ состояния платежного баланса

Выше было показано, что в качестве индикатора развития кризисов можно рассмотреть состояние платежного баланса (резкое падение профицита или рост дефицита платежного баланса страны). В качестве основных опережающих индикаторов ухудшения платежной позиции можно выделить соотношение величины платежей по внешнему долгу к: а) величине экспортных поступлений (см. рис. 1, левая ось), б) ВВП стран (см. рис. 1, правая ось).

На рис. 1 отражены средние величины и средние величины плюс стандартное отклонение указанных индикаторов в мировой экономике, доступные по данным Мирового банка за период с 1980 по 2021 гг. В выборку были включены все страны и регионы, которые в указанные периоды предоставляли в Мировой банк данные по обслуживанию внешнего долга: всего 112 стран, из них предоставляли данные в разные периоды от 73-х до 112-ти стран.

<sup>3</sup> Хронология развития мирового финансового кризиса. Справка // РИА Новости. 01.12.2008 (ria.ru) URL: <https://ria.ru/20081201/156202392.html?ysclid=lnl052dd6789392795> (дата обращения 22.04.2023)

Например, кризис 2019 г., стартовавший в результате валютных кризисов в развивающихся странах, отражен максимизацией разброса доли платежей по внешним долгам к ВВП стран. В 2020 г. видно, как выросла средняя доля платежей по долгам стран к величине экспортной выручки (поскольку внешние торговые операции между странами сильно затормозились на фоне ограничений и локдаунов в период пандемии). В 2021 г. вновь поползла вверх кривая, демонстрирующая разброс доли платежей к внешнему долгу в ВВП, фактически демонстрирующая преддефолтное состояние в ряде развивающихся стран.

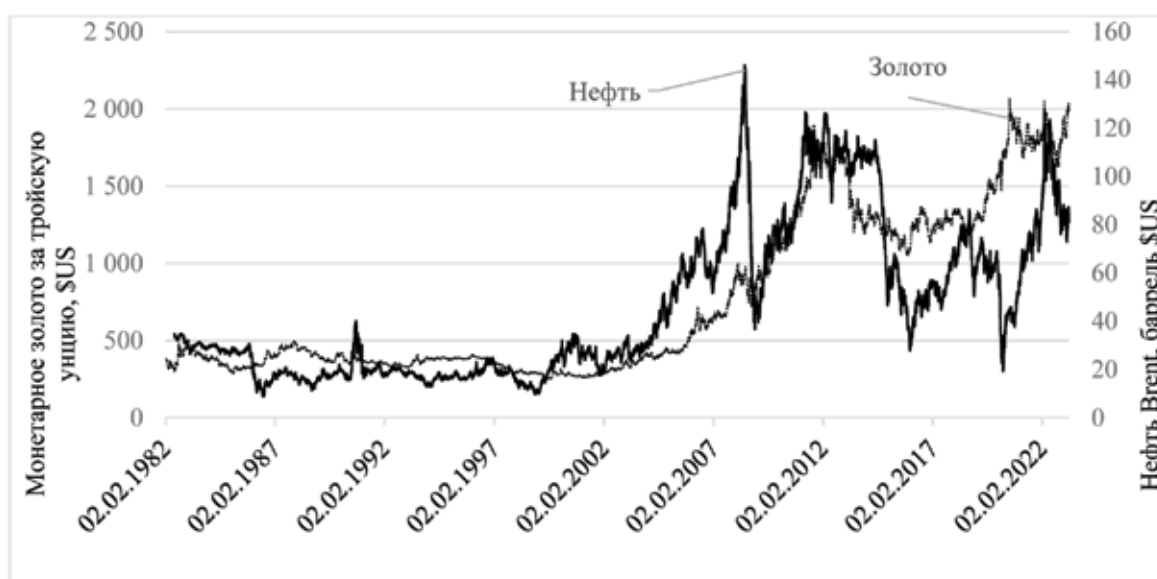
*Анализ оценочных индикаторов (показателей) финансового поведения субъектов глобальной экономики*

На рис. 2 по левой оси показана динамика биржевой цены за тройскую унцию на монетарное золото, а по правой оси – динамика средней биржевой цены за баррель нефти Brent, в долларах США за период с 02.02.1982 по 21.04.2023. Между динамикой цен на монетарное золото и нефть в среднем за 40 лет наблюдается корреляции на 0,79 (по Пирсону). По графику можно увидеть, что до 2008 г. колебания цен монетарного золота и нефти чаще происходили в одном направлении, в целом, наблюдались более-менее согласованные колебания. После кризиса 2008-2009 гг. все в большей степени наблюдаются колебания в противофазе. Более заметными колебания в противофазе становятся после 2012

г. Нефть и золото, как ресурсы мировой экономики, играют важную роль именно в кризисные периоды. Особенно это касается биржевой цены, которую можно рассматривать и как спекулятивный фактор, и как фактор, способный связать в той или иной степени финансовый и реальные рынки именно в кризисные периоды. Резкий скачок биржевой цены на нефть в 2008 г. предвещал самый глубокий на тот период кризис 2009 г. (см. рис. 1, рис. 2).

Динамика биржевой цены на нефть в период с 2011 по 2014 гг. демонстрировала колебания понижательной тенденции, вплоть до 2020 г., а резкий скачок к марту 2022 г. весьма быстро был скорректирован, но цена к настоящему времени не стабилизировалась. Золото, наоборот, поднимается в цене в процессе и сразу после кризиса, играя роль резервной валюты для государственных институтов, экономических агентов и физических лиц. Статистически значимый рост биржевой цены на золото отмечается, например, осенью 2020 г. (пандемийный период, при котором накладываются различные риски), в дальнейшем цена колебалась уже совсем в другом диапазоне. В конце рассматриваемого периода биржевые цены золота и нефти все более четко варьируются в противофазе, при этом их темпы прироста (падения) после 2010-х гг. практически совпадают (см. рис. 2).

На рис. 3 отражены индикаторы финансового и реального рынков, данные по которым имеются в базе Мирового банка за период с 1980 г. до



Разработано авторами по материалам: Cbonds Indexes. World Bank, International Debt Statistics // The World Bank. Data. URL: <https://cbonds.com/indexes/26985/> (дата обращения: 19.04.2023)

Рис. 2. Динамика биржевых цен монетарного золота и барреля нефти

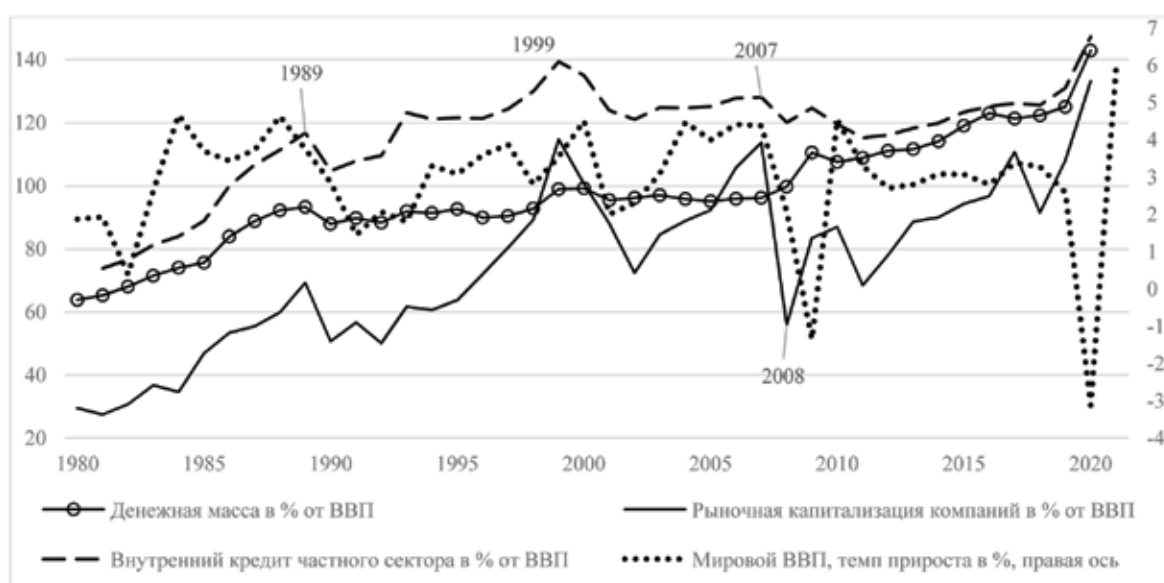
Developed by the authors on materials in: Cbonds Indexes. World Bank, International Debt Statistics // The World Bank. Data. URL: <https://cbonds.com/indexes/26985/> (accessed 19.04.2023)

Fig. 2. Dynamics of exchange prices of monetary gold and a barrel of oil

2021 г. По левой оси отражены динамика денежной массы, рыночной капитализации компаний, внутреннего кредита в целом по миру, все данные пересчитаны в % от мирового ВВП. По правой оси рис. 3 показан индикатор реального рынка, темп прироста мирового ВВП.

Резкие снижения темпов прироста мирового ВВП особенно заметны в 1991, 1993, 1998, 2009, 2020 гг. При этом в целом по миру данные темпы стали отрицательными в 2009 и 2020 гг. Размах вариации темпов прироста показателей денежной массы, рыночной капитализации компаний, внутрен-

него кредита в целом по миру, в % от мирового ВВП, снижается в рассматриваемом временном периоде (см. рис. 3). Индикаторы финансового рынка (особенно в части динамики денежной массы и внутреннего кредита, в % к ВВП) выступают как система опережающих индикаторов экономического кризиса, в большей части, именно экономического, а не чисто финансового. При этом каждый из вышеперечисленных параметров не может однозначно предсказывать приближение экономического кризиса, но комплексная оценка позволяет прогнозировать наступление очередного кризисного периода в мировой экономике.



Разработано авторами по материалам: International Monetary Fund, International Financial Statistics and data files, and World Bank and OECD GDP estimates // The World Bank. Data. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.BMNY.GD.ZS>; Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP) // The World Bank. Data. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?view=chart> (дата обращения: 19.04.2023)

Рис. 3. Динамика индикаторов финансового и реального секторов мировой экономики

Developed by the authors on materials in: International Monetary Fund, International Financial Statistics and data files, and World Bank and OECD GDP estimates // The World Bank. Data. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.BMNY.GD.ZS>; Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP) // The World Bank. Data. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?view=chart> (accessed 19.04.2023)

Fig. 3. Dynamics of indicators of the financial and real sectors of the world economy

Показатели, которые были подробно рассмотрены выше, можно использовать для прогнозирования развития кризисов. Такие прогнозы должны учитывать моделирование кризисных ситуаций в группах связанных экономик. В связанных экономиках нарушения сбалансированности экономической ситуации будет оказывать кумулятивный характер. Набор индикаторов необходимо расширить, учитывая поведение институтов (государственных и межгосударственных).

Представляет научно-практический интерес анализ и прогноз индекса стабильности мировой экономической системы, состоящего из субиндексов реального и финансового секторов и определенного на основе оценки системы опережающих индикаторов экономического кризиса. Оценка значений соответствующих субиндексов способна говорить о виде экономического кризиса, прогнозировать отраслевые кризисы различных сфер мировой экономической системы, оценивать риски



реального и финансового секторов глобальной экономической системы.

Возможности купирования негативных явлений, на наш взгляд, лежат в 3-х взаимосвязанных областях: инновационной, институциональной и регулятивной. В будущем следует ожидать усиление рисков кризисов, связанных с дальнейшей цифровизацией финансов, неизбежным полномасштабным включением в платежные системы криптовалют и агентов, связанных с ними, снижением уровня профессионализма индивидуальных игроков на фоне повсеместного расширения их участия. Поскольку прогресс и инновации остановить невозможно, эффекты, описанные выше, и подобные им, будут усиливаться. В этой связи мировую экономическую систему ожидает перестройка финансовых институтов, учитывающих горизонтальную структуру взаимодействий, расширение роли индивидуальной логики. Кроме того, не стоит бояться усиления роли государств в финансовой системе, которая должна противостоять, в том числе, и массовым случайным поведенческим эффектам, способных при определенных условиях угрожать устойчивости национальных экономик.

### Выводы

1. Основные сценарии развития кризисов были сформулированы на основе анализа наиболее заметных кризисов на мировых финансовых рынках за последние 40 лет. Это мировой экономический и торговый кризис, предвещающий эффекты глобализации 1980–1982 гг., в результате которого страны начали вводить импортные ограничения; фондовая паника 1987 г. в США; европейский валютный кризис 1992 г.; финансовый кризис дешевых капиталов в странах Юго-Восточной Азии в 1997–1998 гг.; российский финансовый кризис в 1997–1998 гг.; бразильский кризис 1999 г., распространившийся в мировой экономике; паника на мировых рынках 2007 г., включающая Шанхайский финансовый кризис, кризис ипотечного рынка США; валютные кризисы 2018 г. в развивающихся странах, рецессия в США, нарастание торговых войн между США и Китаем; всемирный кризис «черного лебедя», обусловленный реакцией правительств на пандемию COVID-2019.

2. Происходит расширение многообразия моделей и систем взаимодействия индивидуальных агентов, институциональных систем и государств. Существуют «внешние» потрясения, такие как распад Советского Союза, паника на финансовых рынках, глобальные рецессии и валютные кризисы, которые иногда приводят к быстрым сдвигам и, по итогам, приводят к еще большему разнообразию.

3. Государства, по-прежнему, являются центральными действующими лицами в мировой экономике. Капитал может быть вне территориальным, вне

государственным и быстро перемещающимся на международном уровне, но в условиях кризиса он, в конечном счете, остается на усмотрение государства, роль которого – разобраться во всем, выручить игроков, которые считаются незаменимыми, и провести реформы, достаточные для того, чтобы уговорить участников вернуться на рынок. Государство неотделимо от экономики, а финансы и управление – неразделимы. В тех случаях, когда государствам удастся быстро отреагировать на различные кризисы, распространение локального кризиса в мировой экономике существенно снижается.

4. Финансовый сектор и государственные институты, используя различные инструменты снижения рисков, фактически переводят риски в глобальную экономическую систему, создавая при этом новые правила финансового поведения субъектов глобальной экономической системы в кризисные периоды.

5. Индикаторы финансового рынка (особенно в части измерения финансовой глубины экономики посредством динамики денежной массы и внутреннего кредита, в % к ВВП) могут выступать как система опережающих индикаторов экономического кризиса.

6. Система опережающих индикаторов экономического кризиса способна формировать базовые факторы финансового поведения субъектов глобальной экономической системы в кризисные периоды, определяя при этом направления стабильности мировой экономической системы. Указанные факторы можно использовать для опережающего мониторинга ситуации надвигающихся кризисов, корректировать их при помощи соответствующих институциональных решений.

7. За последние 20 лет происходит увеличение размаха темпов прироста мирового ВВП, при изменении характера влияния финансового сектора мировой экономики на динамику реального сектора. Финансовый сектор мировой экономики становится все более оторванным от реального сектора. Возможным решением для купирования данной тенденции является пересмотр базовых принципов учета и регулирования, с ориентацией на усиление роли данных, отражающих поддержку реального сектора экономики.

8. Эволюция технологий, в том числе финансовых, предполагает, что финансы могут быть маховиком исторических изменений. Идея технологии как двигателя экономических изменений является общепринятой. Но значительное расширение сферы применения за последнее поколение (чему способствовали передовые информационно-коммуникационные технологии) указывает на то, что распространение информации создает сильные угрозы устойчивости мировой финансовой си-

стеме, которые пока удается купировать только при усилении регуляционных воздействий. Сверхбыстрое распространение информации в сети, вместе с доступностью моментальных банковских операций в онлайн, на волне массовой паники может спровоцировать обрушение банков даже без фундаментальных причин. Рост возможностей для работы на финансовых рынках для мелких инвесторов добавляет риски непрофессионального поведения, усиления асимметрии информации, эффектов манипулирования информацией, недобросовестной конкуренции с применением новых платежных систем и различных прокси-рыночных агентов. Расширение возможностей для непрофессиональных участников рынков, сети посредни-

ков на финансовых рынках, которые созданы в век информационных и сетевых технологий, требует новых институциональных решений, защищающих финансовую систему от новых глобальных рисков.

9. В связи с увеличением объемов глобальной экономики, и при большей неустойчивости мировой финансовой системы, в случае действительно серьезных нарушений в обычной экономической деятельности, серьезные риски ощутят на себе, в первую очередь, наиболее крупные участники-субъекты глобальной экономической системы, вызывая при этом тяжелые последствия и для малых субъектов экономики. Но эти негативные воздействия оказываются взаимными.

#### Список источников

1. *Stockhammer E., Bengtsson E.* Financial effects in historic consumption and investment functions // *International Review of Applied Economics*. 2020. Vol. 34. Iss. 3. P. 304–326. <https://doi.org/10.1080/02692171.2020.1732307>
2. *Stiglitz J.E.* Capital market liberalization, economic growth, and instability // *World development*. 2000. Vol. 28. Iss. 6. P. 1075–1086. [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(00\)00006-1](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(00)00006-1)
3. *Agudelo D.A., Múnera D.J.* Who are the vectors of contagion? Evidence from emerging markets // *International Review of Financial Analysis*. 2023. Vol. 87. P. 102599. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102599>
4. *Bofinger P., Geißendörfer L., Haas T., Mayer F.* Schumpeter's insights for monetary macroeconomics and the theory of financial crises // *Industrial and Corporate Change*. 2023. Vol. 32. Iss. 2. P. 573–603. <https://doi.org/10.1093/icc/dtad006>
5. *Albulescu C.T.* COVID-19 and the United States financial markets' volatility // *Finance Research Letters*. 2021. Vol. 38. P. 101699. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101699>
6. *Рустамов Э.* Финансовые кризисы: источники, проявления, последствия // *Вопросы экономики*. 2012. № 4. С. 46–66. EDN: <https://elibrary.ru/owgdx>. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2012-4-46-66>
7. *May B.A.* Национальные цели и модель экономического роста: новое в социально-экономической политике России в 2018-2019 гг. // *Вопросы экономики*. 2019. № 3. С. 5–28. EDN: <https://elibrary.ru/zbgbjz>. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-3-5-28>
8. *Addi H.M., Abubakar A.B.* Investment and economic growth: do institutions and economic freedom matter? // *International Journal of Emerging Markets*. 2022. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2021-1086>
9. *Chung K.H.* Towards rule-based institutions and economic growth in Asia? Evidence from the Asian Financial Crisis 1997–1998 // *Asian Journal of Comparative Politics*. 2021. Vol. 6. Iss. 3. С. 274–292. <https://doi.org/10.1177/2057891120962575>
10. *Cheng C.Y., Chien M.S., Lee C.C.* ICT diffusion, financial development, and economic growth: An international cross-country analysis // *Economic Modelling*. 2021. Vol. 94. P. 662–671. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.02.008>
11. *Jordà Ò., Schularick M., Taylor A.M.* When Credit Bites Back // *Journal of Money, Credit and Banking*. 2013. Vol. 45. Iss. s2. P. 3–28. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12069>
12. *Ricciardi V., Simon H.K.* What is behavioral finance? // *Business, Education & Technology Journal*. 2000. Vol. 2. Iss. 2. P. 1–9. URL: <https://ssrn.com/abstract=256754>
13. *Costa D.F., Carvalho F.M., Moreira B.C.M.* Behavioral economics and behavioral finance: a bibliometric analysis of the scientific fields // *Journal of Economic Surveys*. 2019. Vol. 33. Iss. 1. P. 3–24. <https://doi.org/10.1111/joes.12262>
14. *Mittal S.K.* Behavior biases and investment decision: theoretical and research framework // *Qualitative Research in Financial Markets*. 2022. Vol. 14. Iss. 2. P. 213–228. <https://doi.org/10.1108/QRFM-09-2017-0085>

15. Jain J., Walia N., Gupta S. Evaluation of behavioral biases affecting investment decision making of individual equity investors by fuzzy analytic hierarchy process // Review of Behavioral Finance. 2020. Vol. 12. Iss. 3. P. 297–314. <https://doi.org/10.1108/RBF-03-2019-0044>
16. Maarouf H. Pragmatism as a supportive paradigm for the mixed research approach: Conceptualizing the ontological, epistemological, and axiological stances of pragmatism // International Business Research. 2019. Vol. 12. Iss. 9. P. 1–12. <https://doi.org/10.5539/ibr.v12n9p1>
17. Fontana A., Scheicher M. An analysis of euro area sovereign CDS and their relation with government bonds // Journal of Banking & Finance. 2016. Vol. 62. P. 126–140. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.10.010>
18. Nijsskens R., Wagner W. Credit risk transfer activities and systemic risk: How banks became less risky individually but posed greater risks to the financial system at the same time // Journal of Banking & Finance. 2011. Vol. 35. Iss. 6. P. 1391–1398. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.10.001>
19. Khan K., Su Ch.-W., Umar M., Yue X.-G. Do crude oil price bubbles occur? // Resources Policy. 2021. Vol. 71. P. 101936. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2020.101936>
20. Slater D. From Calculation to Alienation: Disentangling Economic Abstractions // Economy and Society. 2002. Vol. 31. Iss. 2. P. 234–249. <https://doi.org/10.1080/03085140220123144>
21. Rodrik D., Subramanian A. Why did financial globalization disappoint? // IMF Staff Papers. 2009. Vol. 56. Iss. 1. P. 112–138. <https://doi.org/10.1057/imfsp.2008.29>
22. De Gregorio J., Guidotti P. Financial development and economic growth // World Development. 1995. Vol. 23. Iss. 3. P. 433–448. [https://doi.org/10.1016/0305-750X\(94\)00132-I](https://doi.org/10.1016/0305-750X(94)00132-I)
23. Arcand J.L., Berkes E., Panizza U. Too much finance? // Journal of Economic Growth. 2015. Vol. 20. Iss. 2. P. 105–148. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>
24. Baltagi B.H., Demetriades P.O., Law S.H. Financial development and openness: Evidence from panel data // Journal of development economics. 2009. Vol. 89. Iss. 2. P. 285–296. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.06.006>
25. Neuman E.J., Davis G.F., Mizruchi M.S. Industry Consolidation and Network Evolution in U.S. Global Banking, 1986–2004 // Advances in Strategic Management. 2008. Vol. 25. P. 213–248. [https://doi.org/10.1016/S0742-3322\(08\)25006-0](https://doi.org/10.1016/S0742-3322(08)25006-0)
26. Guru B.K., Yadav I.S. Financial development and economic growth: panel evidence from BRICS // Journal of Economics, Finance and Administrative Science. 2019. Vol. 24. Iss. 47. P. 113–126. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-12-2017-0125>
27. Purewal K., Haini H. Re-examining the effect of financial markets and institutions on economic growth: evidence from the OECD countries // Economic Change and Restructuring. 2022. Vol. 55. P. 311–333. <https://doi.org/10.1007/s10644-020-09316-2>
28. Henderson D.J., Papageorgiou C., Parmeter C.F. Who benefits from financial development? New methods, new evidence // European Economic Review. 2013. Vol. 63. P. 47–67. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2013.05.007>
29. Fiss P.C., Zajac E.J. The Diffusion of Ideas over Contested Terrain: The (Non) adoption of a Shareholder Value Orientation among German Firms // Administrative Science Quarterly. 2004. Vol. 49. Iss. 4. P. 501–534. <https://doi.org/10.2307/4131489>
30. Van L.T.H., Vo A.T., Nguyen N.T., Vo D.H. Financial inclusion and economic growth: An international evidence // Emerging Markets Finance and Trade. 2021. Vol. 57. Iss. 1. P. 239–263. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1697672>
31. Wolf M. Globalization and global economic governance // Oxford Review of Economic Policy. 2004. Vol. 20. Iss. 1. P. 72–84. <https://doi.org/10.1093/oxrep/grh005>
32. Coffee Jr. J.C. What went wrong? An initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis // Journal of Corporate Law Studies. 2009. Vol. 9. Iss. 1. P. 1–22. <https://doi.org/10.1080/14735970.2009.11421533>

Статья поступила в редакцию 12.05.2023; одобрена после рецензирования 26.06.2023; принята к публикации 28.06.2023

*Об авторах:*

**Гульнара Фатыховна Ромашкина**, доктор социологических наук; профессор; профессор кафедры экономической безопасности, системного анализа и контроля Финансово-экономического института; Researcher ID O-7221-2017, Scopus ID 57219916692

**Джамия Фатыховна Скрипнюк**, доктор экономических наук, профессор; профессор Высшей школы бизнес-инжиниринга; Researcher ID: A-4838-2016, Scopus ID: 56104974500

**Кирилл Владимирович Андрианов**, аспирант кафедры экономической безопасности, системного анализа и контроля Финансово-экономического института; Researcher ID: GLQ-9942-2022

**Вклад авторов:**

Ромашкина Г. Ф. – анализ научных литературных источников, построение моделей, анализ данных.

Скрипнюк Д. Ф. – постановка и структурирование задачи, отбор и обоснование статистических показателей, анализ результатов исследования.

Андрианов К. В. – сбор и систематизация данных, анализ основных статистических показателей.

*Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.*

**References**

1. Stockhammer E., Bengtsson E. Financial effects in historic consumption and investment functions. *International Review of Applied Economics*. 2020; 34(3):304–326. <https://doi.org/10.1080/02692171.2020.1732307> (In Eng.)
2. Stiglitz J.E. Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World development*. 2000; 28(6):1075–1086. [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(00\)00006-1](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(00)00006-1) (In Eng.)
3. Agudelo D.A., Múnera D.J. Who are the vectors of contagion? Evidence from emerging markets. *International Review of Financial Analysis*. 2023; 87:102599. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102599> (In Eng.)
4. Bofinger P., Geißendörfer L., Haas T., Mayer F. Schumpeter's insights for monetary macroeconomics and the theory of financial crises. *Industrial and Corporate Change*. 2023; 32(2):573–603. <https://doi.org/10.1093/icc/dtad006> (In Eng.)
5. Albulescu C.T. COVID-19 and the United States financial markets' volatility. *Finance Research Letters*. 2021; 38:101699. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101699> (In Eng.)
6. Rustamov E. Financial Crises: Sources, Manifestations, Consequences. *Voprosy Ekonomiki*. 2012; (4):46–66. EDN: <https://elibrary.ru/owgdxh>. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2012-4-46-66> (In Russ.)
7. Mau V.A. National goals and model of economic growth: new in the Russian socio-economic policy of 2018–2019. *Voprosy Ekonomiki*. 2019; (3):5–28. EDN: <https://elibrary.ru/zbgbzj>. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-3-5-28> (In Russ.)
8. Addi H.M., Abubakar A.B. Investment and economic growth: do institutions and economic freedom matter? *International Journal of Emerging Markets*. 2022. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2021-1086> (In Eng.)
9. Chung K.H. Towards rule-based institutions and economic growth in Asia? Evidence from the Asian Financial Crisis 1997–1998. *Asian Journal of Comparative Politics*. 2021; 6(3):274–292. <https://doi.org/10.1177/2057891120962575> (In Eng.)
10. Cheng C.Y., Chien M.S., Lee C.C. ICT diffusion, financial development, and economic growth: An international cross-country analysis. *Economic Modelling*. 2021; 94:662–671. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.02.008> (In Eng.)
11. Jordà Ò., Schularick M., Taylor A.M. When Credit Bites Back. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2013; 45(s2):3–28. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12069> (In Eng.)
12. Ricciardi V., Simon H.K. What is behavioral finance? *Business, Education & Technology Journal*. 2000; 2(2):1–9. URL: <https://ssrn.com/abstract=256754> (In Eng.)
13. Costa D.F., Carvalho F.M., Moreira B.C.M. Behavioral economics and behavioral finance: a bibliometric analysis of the scientific fields. *Journal of Economic Surveys*. 2019; 33(1):3–24. <https://doi.org/10.1111/joes.12262> (In Eng.)
14. Mittal S.K. Behavior biases and investment decision: theoretical and research framework. *Qualitative Research in Financial Markets*. 2022; 14(2):213–228. <https://doi.org/10.1108/QRFM-09-2017-0085> (In Eng.)
15. Jain J., Walia N., Gupta S. Evaluation of behavioral biases affecting investment decision making of individual equity investors by fuzzy analytic hierarchy process. *Review of Behavioral Finance*. 2020; 12(3):297–314. <https://doi.org/10.1108/RBF-03-2019-0044> (In Eng.)
16. Maarouf H. Pragmatism as a supportive paradigm for the mixed research approach: Conceptualizing the ontological, epistemological, and axiological stances of pragmatism. *International Business Research*. 2019; 12(9):1–12. <https://doi.org/10.5539/ibr.v12n9p1> (In Eng.)
17. Fontana A., Scheicher M. An analysis of euro area sovereign CDS and their relation with government bonds. *Journal of Banking & Finance*. 2016; 62:126–140. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.10.010> (In Eng.)
18. Nijskens R., Wagner W. Credit risk transfer activities and systemic risk: How banks became less risky individually but posed greater risks to the financial system at the same time. *Journal of Banking & Finance*. 2011; 35(6):1391–1398. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.10.001> (In Eng.)



19. Khan K., Su Ch.-W., Umar M., Yue X.-G. Do crude oil price bubbles occur? *Resources Policy*. 2021; 71:101936. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2020.101936> (In Eng.)
20. Slater D. From Calculation to Alienation: Disentangling Economic Abstractions. *Economy and Society*. 2002; 31(2):234–249. <https://doi.org/10.1080/03085140220123144> (In Eng.)
21. Rodrik D., Subramanian A. Why did financial globalization disappoint? *IMF Staff Papers*. 2009; 56(1):112–138. <https://doi.org/10.1057/imfsp.2008.29> (In Eng.)
22. De Gregorio J., Guidotti P. Financial development and economic growth. *World Development*. 1995; 23(3):433–448. [https://doi.org/10.1016/0305-750X\(94\)00132-1](https://doi.org/10.1016/0305-750X(94)00132-1) (In Eng.)
23. Arcand J.L., Berkes E., Panizza U. Too much finance? *Journal of Economic Growth*. 2015; 20(2):105–148. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2> (In Eng.)
24. Baltagi B.H., Demetriades P.O., Law S.H. Financial development and openness: Evidence from panel data. *Journal of development economics*. 2009; 89(2):285–296. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.06.006> (In Eng.)
25. Neuman E.J., Davis G.F., Mizruchi M.S. Industry Consolidation and Network Evolution in U.S. Global Banking, 1986–2004. *Advances in Strategic Management*. 2008; 25:213–48. [https://doi.org/10.1016/S0742-3322\(08\)25006-0](https://doi.org/10.1016/S0742-3322(08)25006-0) (In Eng.)
26. Guru B.K., Yadav I.S. Financial development and economic growth: panel evidence from BRICS. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*. 2019; 24(47):113–126. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-12-2017-0125> (In Eng.)
27. Purewal K., Haini H. Re-examining the effect of financial markets and institutions on economic growth: evidence from the OECD countries. *Economic Change and Restructuring*. 2021; 55:311–333. <https://doi.org/10.1007/s10644-020-09316-2> (In Eng.)
28. Henderson D.J., Papageorgiou C., Parmeter C.F. Who benefits from financial development? New methods, new evidence. *European Economic Review*. 2013; 63:47–67. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2013.05.007> (In Eng.)
29. Fiss P.C., Zajac E.J. The Diffusion of Ideas over Contested Terrain: The (Non) adoption of a Shareholder Value Orientation among German Firms. *Administrative Science Quarterly*. 2004; 49(4):501–534. <https://doi.org/10.2307/4131489> (In Eng.)
30. Van L.T.H., Vo A.T., Nguyen N.T., Vo D.H. Financial inclusion and economic growth: An international evidence. *Emerging Markets Finance and Trade*. 2021; 57(1):239–263. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1697672> (In Eng.)
31. Wolf M. Globalization and global economic governance. *Oxford Review of Economic Policy*. 2004; 20(1):72–84. <https://doi.org/10.1093/oxrep/grh005> (In Eng.)
32. Coffee Jr. J.C. What went wrong? An initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis. *Journal of Corporate Law Studies*. 2009; 9(1):1–22. <https://doi.org/10.1080/14735970.2009.11421533> (In Eng.)

The article was submitted 12.05.2023; approved after reviewing 26.06.2023; accepted for publication 28.06.2023

#### About the authors:

**Gulnara F. Romashkina**, Doctor of Sociological Sciences, Professor; Professor of the Department of Economic Security, System Analysis and Control; Researcher ID O-7221-2017, Scopus ID 57219916692

**Djamilia F. Skripnuk**, Doctor of Economic Sciences, Professor; Professor of the Higher School of Business Engineering; Researcher ID A-4838-2016, Scopus ID: 56104974500

**Kirill V. Andrianov**, Postgraduate Student of the Department of Economic Security, System Analysis and Control; Researcher ID: GLQ-9942-2022

#### Contribution of the authors:

Romashkina G. F. – analysis of scientific literature sources, model building, data analysis.

Skripnuk D. F. – formulation and structuring of the task, selection and justification of statistical indicators, analysis of research results.

Andrianov K. V. – data collection and systematization, analysis of the main statistical indicators.

*All authors have read and approved the final manuscript.*