

# Риски дефолта в условиях процессов финансовой глобализации и деглобализационных эффектов

## Risks of Default in the Context of Financial Globalization Processes and Deglobalization Effects

DOI: 10.12737/2587-6279-2023-12-3-3-8

Получено: 28.08.2023 / Одобрено: 04.09.2023 / Опубликовано: 25.09.2023

**Ряскова Е.С.**

Канд. экон. наук, ассистент кафедры финансового менеджмента факультета государственного управления, Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова, г. Москва

**Рясков Н.В.**

Управляющий директор по инвестициям, УК «ПСБ», г. Москва

**Riaskova E.S.**

Candidate of Economic Sciences, Assistant of the Department of Financial Management, Faculty of Public Administration, Lomonosov Moscow State University, Moscow

**Riaskov N.V.**

Competitor, CIO, Management Company «PROMSVYAZ» (LLC), Moscow

### Аннотация

В статье рассматривается эволюционное развитие процесса финансовой глобализации, начавшиеся процессы деглобализации, трансформации мироустройства и влияние этих процессов на финансовую стабильность стран. Современные события показывают, что мировое устройство трансформируется, меняется структура и механизмы глобальной экономики. Происходит качественное изменение конкурентной среды и дифференциация государств в глобальном пространстве. Особое внимание в статье уделено ситуации, сложившейся с предполагаемым «дефолтом» Российской Федерации по своим обязательствам перед иностранными инвесторами в 2022 г., вызванным западными санкциями. Рассмотрены возможные последствия от добровольной блокировки платежей кредиторами и проанализирован эффект от произошедших событий на экономическую, финансовую и денежно-кредитную политику России.

**Ключевые слова:** финансовая глобализация, деглобализация, финансовый рынок, многополярный мир, финансовые риски, дефолт.

### Abstract

The article examines the evolutionary development of financial globalization the process, the rising processes of deglobalization, transformation of the world order and the impact of these processes on the financial stability of countries. Current events show that the world order is being transformed, the structure and mechanisms of the global economy are changing. There is a qualitative change in the competitive environment and differentiation of states in the global space. In the article particular attention is paid to the situation with the alleged "default" of the Russian Federation on its obligations to foreign investors caused by sanctions in 2022. The possible consequences of the voluntary blocking of payments by creditors are considered and the effect of these events on economic, financial and monetary policy in Russia are analyzed.

**Keywords:** financial globalization, deglobalization, financial market, multipolar world, financial risks, default.

### Введение

Неотъемлемой составляющей современной мировой экономики является процесс глобализации, который представляет собой объективную закономерность эволюции содержания и форм хозяйственной жизни человечества на основе усиления интеграции обществ и экономик в мировом пространстве [4].

Все более высокое значение в мировой экономике стали приобретать финансовые показатели — темпы мировой торговли стали уступать темпам роста финансовых операций. Финансовая составляющая глобализационных процессов стала выходить на первый план и оказывать большое влияние на экономики стран. Таким образом, сформировалось понятие «финансовая глобализация». Однако экономисты понимают процесс финансовой глобали-

зации по-разному. Всемирный банк (ВБ) определил этот процесс как интеграцию развитых и развивающихся стран в сфере торговли и инвестиций. Представители Международного валютного фонда описывают финансовую глобализацию как интеграцию экономик стран мира через перемещение товаров, услуг и капитала [8]. Американский экономист Н. Хомский считает, что ключевую роль в процессе финансовой глобализации играют развитые государства, обладающие влиянием на экономическом пространстве, результатом действий которых является укрепление положения крупных корпораций [7]. Д. Сорос считает, что в рамках процесса развития происходит глобализация финансовых рынков и влияние деятельности транснациональных экономик на национальные экономики [6].

В нашем исследовании процесс финансовой глобализации будет рассмотрен с другой точки зрения — ее субъектно-объектного состава в качестве сложного эволюционного процесса, влияющего на трансформацию мироустройства. Особое внимание будет уделено использованию преимуществ этого процесса для реализации целей и проектов устойчивого развития, учета рисков, которые несет финансовая глобализация при переходе к модели устойчивого развития.

### **Роль финансовой глобализации в трансформации мироустройства**

Интеграция происходит во всех сферах жизни: политической, экономической, культурной, религиозной и финансовой. Финансовый капитал стал представлять собой основу экономики. По нашему мнению, можно утверждать, что финансовая глобализация стала ядром процессов глобализации, самым развитым и динамичным ее компонентом. Именно она сыграла важнейшую роль в трансформации мировой экономики, определила новую конкурентную среду, увеличила разрыв между развитыми и развивающимися странами. В то же время современные события показывают, что ускорение процессов финансовой глобализации сопровождается расширением системных рисков, ускорением мировых конфликтов и кризисов, перестройкой отношений между национальными экономиками и снижением финансовой стабильности. Системные риски накапливаются в связи с усилением процессов, а преимущества гаснут на фоне глобальных кризисов.

Одним из основных понятий в процессе финансовой глобализации является глобальный финансовый капитал, который к моменту формирования процесса стал занимать одну из центральных позиций в глобальной системе. В начале XX в. финансовый капитал, по мнению Гильфердинга, понимался как промышленный капитал, созданный из банковского, находившийся в распоряжении банков и применявшийся промышленниками [2].

Современный финансовый капитал, безусловно, отличается от понятия Гильфердинга и представляет собой основной объект финансовой глобализации, который приобрел глобальный фиктивный, спекулятивный характер. Его функционирование направлено на самовозрастание в любой точке глобального пространства. Именно финансовый капитал оказал воздействие на участников экономического пространства и привел к жесточайшей конкуренции

за его перераспределение. Субъектный состав финансовой глобализации имеет тенденцию к постоянному разрастанию, и конкуренция за перераспределение глобального финансового капитала представляет собой одну из характеристик субъектов этого процесса.

Таким образом, финансовая глобализация представляет собой процесс, при котором глобальный финансовый капитал перераспределяется между странами и субъектами финансовой глобализации на конкурентной основе и оказывает воздействие на трансформацию мироустройства и смену государственных стратегий [5].

### **Характеристика этапов финансовой глобализации**

Процесс финансовой глобализации — это феномен исторической и разноплановой эволюции. В эволюционном развитии современной финансовой глобализации следует выделять две временные фазы, различающиеся по динамике процесса, характерным трендам и особым событийным рядам:

- 1) фаза расширения (1990–2008);
- 2) фаза сжатия (с 2008 г. по настоящее время).

Каждой из фаз присущи свои характерные тренды, которые характеризуют основные этапы развития экономики и мироустройства на данной фазе.

Для фазы расширения характерны следующие тренды:

- 1) расширение деятельности ТНК, увеличение их количества и активов;
- 2) резкий рост потока прямых и портфельных иностранных инвестиций;
- 3) ускорение мировой торговли;
- 4) рост разнообразия финансовых инструментов;
- 5) нарастание значения институциональных инвесторов;
- 6) активизация офшоризации глобальной экономики.

Отмена контроля за движением капитала привела к резкому росту краткосрочных иностранных инвестиций в глобальной экономике: с 1990 г. по 2007 г. чистый приток иностранных портфельных инвестиций вырос с 85,6 млрд долл. США до 843,2 млрд долл. США, а потоки прямых иностранных инвестиций за эти же годы увеличились с 0,2 трлн долл. США до 1,89 трлн долл. США [11]. По данным *UNCTAD*, количество ТНК увеличилось практически в 10 раз с 1970 г. по 2000 г.: если в 1970 г. их количество было 7 тыс., то к 2000 г. оно превы-

сило 65 тыс. [12]. Доля международной торговли по отношению к мировому ВВП увеличилась с 39,2% в 1990 г. до 51,5% в 2000 г. и достигла пика в 2008 г., составив 61% мирового ВВП.

Также стоит отметить, что именно на фазе расширения начинают нарастать глобальные риски, такие как «инфекционность» кризисов; подрыв финансовой стабильности; возникновение системного риска финансового сектора и пенсионного обеспечения; бегство капитала, глобальные налоговые потери, растущая налоговая конкуренция; криминализация финансовой системы; неравномерное распределения капитала по странам, уязвимое положение развивающихся стран, потеря национального суверенитета и появление возможности для определения национальных показателей на глобальном уровне.

Анализ трендов на фазе расширения позволяет сделать вывод о том, что происходит усиление трансграничных потоков капитала и увеличение скорости движения капитала, что обуславливает доминирование либеральной стратегии экономической политики на данной фазе. Либеральная стратегия экономической политики предусматривает свободное перемещение капиталов, концентрацию капитала в руках сильнейших игроков глобального пространства, следствием чего является построение однополярного мира.

Таким образом, фазе расширения финансовой глобализации соответствует либеральная экономическая политика, однополярное строение мироустройства и усиление глобальных системных рисков.

Фазу расширения финансовой глобализации прервал глобальный экономический кризис в 2008 г., став переходным событием к фазе сжатия. Среди тенденций второй фазы финансовой глобализации можно выделить следующие:

- 1) снижение объема мировой торговли, стабилизация его доли к мировому ВВП, а также пространственное перераспределение торговых потоков;
- 2) сокращение трансграничных потоков капитала;
- 3) рост национальных долговых дефолтов;
- 4) ускорение цифровой трансформации, которая сопровождается нарастающими рисками в сфере кибербезопасности;
- 5) появление особых финансово-технологических продуктов, формирование их рынков.

По мере развития процесса финансовой глобализации стало ясно, что с его расширением ускоряются глобальные кризисы, изменяются отноше-

ния между государствами, нарастает нестабильность глобальной экономики. В 2008 г. рост глобального ВВП составлял 4,4%. Это было максимальное значение показателя. После 2008 г. падение составило более 5%, и к 2009 г. он сократился до -1,3%. В 2020 г. падение глобального ВВП достигло значения в 3,3%. Мировая экономика вошла в глубокую рецессию, падение мирового ВВП продолжилось.

Основными характеристиками этой фазы следует признать не просто замедление потоков трансграничного капитала, а нарастание деглобализационных эффектов за счет сдерживания трансграничной финансовой активности, роста протекционистских настроений в рамках национальных экономик. Начавшиеся процессы деглобализации предоставили каждой стране пространство для манёвра с целью развития своей собственной экономической стратегии, в соответствии с собственными культурными и социальными ценностями. Процесс деглобализации может привести к автаркии, новому принципу национального суверенитета, переориентации глобальной экономики на избавление от негативных проявлений глобализации. Таким образом, реакцией государств на усиление деглобализационных процессов может стать применение дирижистских стратегий экономической политики.

Современный дирижизм отличается от принципов этой политики, господствовавших в середине XX в. На данный момент это уже не активное вмешательство в экономику на принципах индикативного планирования и не господство государственного директивного планирования над экономикой, а органическое присутствие государства в экономике как неотделимого института, который выполняет свою необходимую роль представителя общественных интересов, присутствует в нужный момент в каждой точке экономического пространства, развивая необходимые сферы экономики.

В целом можно сделать вывод, что усиление трансграничных потоков капитала на фазе расширения финансовой глобализации ведет к увеличению скорости движения глобального финансового капитала и обуславливает доминирование либеральной стратегии. Фаза сжатия финансовой глобализации характеризуется обострением конкуренции стран за перераспределение глобального финансового капитала, что ведет к использованию дирижистских стратегий с целью защиты национального суверенитета, порождая процессы деглобализации и построение многополярного мира. Таким образом,

финансовая глобализация стала мощным фактором трансформации экономической политики и государственные стратегии на современном этапе реализации финансовой глобализации можно обозначить как «либерально-дирижистские».

### **Риски, связанные с деглобализационными процессами последних лет**

Шоковыми событиями, определившими этапы и контекст развития финансовой глобализации и ее сжатия, стали глобальный экономический кризис 2008 г., экономические кризисы 2012–2014 гг., пандемия *COVID-19* в 2020 г., вооруженный конфликт на Украине в 2022 г. Все перечисленные глобальные события подтверждают смену мироустройства в сторону многополярного мира и усиление деглобализационных эффектов.

Следствием СВО на Украине в 2022 г. стало санкционное давление на Россию и вероятность возникновения рисков финансового сектора в целом. Особый интерес с точки зрения рисков финансового сектора вызывает ситуация с «дефолтом» России весной 2022 г.

Сложившаяся ситуация имеет уникальный финансово-экономический, юридический и даже политический аспект. В ночь на 27 февраля 2022 г. глава Еврокомиссии объявила, что США, Великобритания, Канада и Европейский союз приняли решение заморозить резервы Банка России, потому что ЦБ РФ не смог противодействовать эффекту от ранее введенных против Российской Федерации санкций. На следующий день к санкциям присоединилась Япония. Согласно выступлению председателя Центрального банка России в Государственной Думе, объём замороженных активов составил 300 млрд долл. США. В свою очередь, министр финансов РФ заявил, что заморозка привела к «дефолту западных стран по собственным финансовым обязательствам перед Россией» [3].

15 марта 2022 г. британское рейтинговое агентство *Fitch Ratings* объявило, что Российская Федерация, возможно, будет признана банкротом (получит суверенный рейтинг *D — default*), так как страна не имеет возможности произвести 16 марта расчёты с держателями своего внешнего долга [9]. Агентство *Fitch*, как и другие рейтинговые агентства, объявило о том, что приостанавливает коммерческую деятельность на территории Российской Федерации в соответствии с директивой Европейского союза. 25 марта 2022 г. *Fitch* перестало публи-

ковать суверенный кредитный рейтинг России. В своем комментарии кредитное агентство ссылалось на Указ Президента Российской Федерации № 95 «О временном порядке исполнения обязательств перед некоторыми иностранными кредиторами» от 5 марта 2022 г., где закреплялась возможность осуществлять отдельные платежи по внешнему долгу для дружественных и недружественных государств в связи с невозможностью иностранным инвесторам из недружественных юрисдикций получить купонные платежи вследствие блокировки счетов Национального расчётного депозитария (НРД) в системах платежей *Euroclear* и *Clearstream*.

Кроме того, агентство *Fitch* объявило, что Россия допустила дефолт по внутренним долговым обязательствам, так как иностранные инвесторы не смогли получить свой рублёвый купонный доход. Однако Министерство финансов РФ заплатило купоны в НРД, но, в соответствии с решением совета директоров Банка России, деньги поступили на счета типа «С». Это решение соответствовало указу Президента Российской Федерации от 5 марта 2022 г. № 95 «О временном порядке исполнения обязательств перед некоторыми иностранными кредиторами», где установлено, что недружественные нерезиденты могут использовать средства со счетов типа «С» только для уплаты налогов, пошлин и сборов, покупки ОФЗ, депозитов и уплаты комиссий за обслуживание счёта.

27 июня 2022 г. закончился 30-дневный период с момента неполучения иностранными кредиторами купонов по двум еврооблигациям Российской Федерации, и Белый дом объявил, что Россия находится в состоянии банкротства. Министерство финансов РФ отметило, что не признаёт сложившуюся ситуацию дефолтом, так как денежные средства были отправлены держателям в платёжные системы, где они и зависли [10].

Вопрос о том, был ли дефолт, в основном зависит от следующих обстоятельств:

- 1) является ли платёж в рублях по курсу соответствующей иностранной валюты на счёт типа «С» тождественным получению денег кредитором? Вопрос является достаточно сложным, особенно с учётом того, что Правительство РФ ограничило способы использования денежных средств на счетах типа «С». Министерство финансов заявило, что переводило деньги на счет *Euroclear* в НРД. В обычных обстоятельствах *Euroclear* должен был перевести деньги в свою платёжную

систему и далее распределять между держателями ценных бумаг, но не может этого сделать. Технически деньги не находятся на счёте Российской Федерации, России этот счёт не принадлежит и РФ не может забрать эти деньги;

- 2) в отличие от других случаев дефолтов, к примеру Аргентины, проспекты эмиссии еврооблигаций РФ не содержат в себе пункт по отказу от суверенного иммунитета в случае судебных действий;
- 3) виноваты ли западные санкции в том, что Российская Федерация не смогла заплатить? Ситуация с российским долгом во многом уникальная: государство обладает денежными средствами и хочет заплатить по долгу, при этом правительства самих кредиторов создают условия для неполучения денег. Блокировка платежей также сопровождается заморозкой резервов Центрального банка Российской Федерации, из которых можно было бы заплатить по долгам. Россия может подать на западные платёжные системы в суд в соответствии с правовой системой, по которой были выпущены её еврооблигации, однако в подобном случае присутствует риск проигрыша суда и отказа от суверенного иммунитета.

Формальным условием для объявления банкротства является тот факт, что 25% или более держателей долга формально объявили о том, что не получили положенные платежи. В случае, если это произошло — все внешние обязательства Российской Федерации признаются дефолтными и держатели долга могут обращаться в суд и начать переговоры с государством о реструктуризации. Наличие суверенного иммунитета у России в ковенантах еврооблигаций делает объявление банкротства финансово невыгодным. В данном случае у держателей долга есть мотивация продавать бумаги на вторичном рынке, нежели дожидаться судебных процедур с непонятными сроками и перспективами.

Интересным аспектом сложившейся нестандартной ситуации является то, что российские держатели иностранных ценных бумаг на заблокированных счетах НРД в *Euroclear* также не получают доступа к купонным платежам по аналогии с держателями российского долга на счетах типа «С». Стоит отметить, что ни в иностранной, ни в российской финансовой аналитике этот вопрос особо не освещается, несмотря на схожесть ситуации. Более того, в отличие от Правительства Российской Федерации и российских корпоративных эмитентов, иностранные эмитенты и власти фактически не предпри-

нимают никаких усилий по осуществлению выплат, в том числе физическим и юридическим лицам — держателям своих облигаций из РФ, как находящимся, так и не находящимся в санкционных списках.

Таким образом, ситуация с предполагаемым «дефолтом» Российской Федерации и корпоративных эмитентов из России остаётся неоднозначной. Западные рейтинговые агентства поспешили объявить дефолт, присвоив рейтинг *D* или *SD* российским еврооблигациям и сняв рейтинговое покрытие. Держатели российских еврооблигаций, как из дружественных, так и из недружественных государств, продолжают получать платежи как через западные платёжные системы (которые продолжают пропускать с задержками и проверками платежи по компаниям, не находящимся под санкциями), так и через российские платёжные системы (в том числе на счета типа «С»).

Держатели еврооблигаций иностранных эмитентов на счетах в НРД не получают платежи по своим бумагам, которые складываются на счетах плательщика (кастодиана), при этом объявлять дефолт иностранным эмитентам и требовать с них выплат посредством судебных исков никто не пытается.

### Заключение

Сложившаяся ситуация в 2022 г. с вероятным дефолтом в РФ во многом является уникальной и показывает «субъективность» международного регулирования в условиях финансовой глобализации. Средние цены на российские еврооблигации, снизившиеся до 20–30% от номинала, вернулись на уровни 70–90%, что соответствует условно «справедливой» их цене с учётом дальнейших санкционных рисков и рисков смены финансовой и платёжной политики со стороны Министерства финансов РФ.

Российская Федерация продемонстрировала свою готовность и желание платить держателям своих облигаций, несмотря на все ограничения со стороны недружественных государств. С другой стороны, отсутствие каких-либо попыток заплатить держателям недружественных облигаций в российском периметре, блокировка резервов Банка России и постоянные разговоры в правительственных кругах ЕС и США о поисках способов «конфискации» российских резервов и доходов по ним в пользу других стран во многом подорвали доверие участников международной финансовой системы к её основополагающим принципам, усилили деглобализационные процессы.

## Литература

1. Указ Президента РФ от 05.03.2022 № 95 (с изм. от 09.09.2023) «О временном порядке исполнения обязательств перед некоторыми иностранными кредиторами».
2. Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма [Текст] / Р. Гильфердинг; пер. с нем. И. Степанова. — М.: Москва, 1922. — С. 264.
3. Интерфакс. — URL: <https://interfax.com/newsroom/top-stories/76273/> (дата обращения: 20.03.2023).
4. Ряскова Е.С. Трансформация экономической политики государств под воздействием финансовой глобализации [Текст]: автореф. дис. ... канд. экон. наук 08.00.01 / Е.С. Ряскова. — М., 2021.
5. Ряскова Е.С. Переход к модели устойчивого развития в условиях финансовой глобализации [Текст] / Е.С. Ряскова // Государственное управление: современные вызовы. — 2022. — С. 329–334.
6. Сорос Д. О глобализации [Текст] / Д. Сорос. — М.: ЭКСМО, 2004. — 255 с.
7. Chomsky N. Reflections on Power and Globalization // Globalization and Antiglobalization. Routledge, 2017. S. 139–153.
8. IMF. Globalization: A Brief Overview, 2008. URL: <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2008/pdf/053008.pdf> (дата обращения: 20.03.2023).
9. Fitchratings. URL: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/russia-understanding-potential-sovereign-default-events-15-03-2022> (дата обращения: 20.03.2023).
10. Reuters. URL: <https://www.reuters.com/markets/commodities/kremlin-rejects-russian-default-says-bond-payments-executed-2022-06-27>
11. The World Bank. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/BX.PEF.TOTL.CD.WD> (дата обращения: 20.03.2023).
12. UNCTAD. URL: [https://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?sCS\\_ChosenLang=en](https://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?sCS_ChosenLang=en) (дата обращения: 20.03.2023).

## References

1. Decree of the President of the Russian Federation dated 03/05/2022 No. 95 (as amended on 09/09/2023) “On the temporary procedure for fulfilling obligations to limited foreign creditors”.
2. Hilferding, R. Financial capital. The newest phase of the development of capitalism. Translation from German by I. Stepanov. M.: Moscow, 1922. P. 264.
3. Interfax. URL: <https://interfax.com/newsroom/top-stories/76273/> (date accessed 03/20/2023).
4. Ryaskova E.S. Transformation of the state’s economic policy under the influence of financial globalization. Thesis. Candidate of Economic Sciences 08.00.01. Moscow, 2021.
5. Ryaskova E.S. Transition to a development model in the context of financial globalization // Public administration: modern challenges, 2022, pp. 329–334.
6. Soros D. On globalization. M.: EKSMO, 2004. 255 p.
7. Chomsky N. Reflections on power and globalization / Globalization and anti-globalization. Routledge, 2017, pp. 139–153.
8. IMF. Globalization: a brief overview, 2008. URL: <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2008/pdf/053008.pdf> (accessed 20.03.2023).
9. Fitch ratings. URL: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/russia-understanding-potential-sovereign-default-events-15-03-2022> (accessed 03/20/2023).
10. Reuters. URL: <https://www.reuters.com/markets/commodities/kremlin-rejects-russian-default-says-bond-pays-executed-2022-06-27>
11. World Bank. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/BX.PEF.TOTL.CD.WD> (accessed date 03/20/2023).
12. UNCTAD. URL: [https://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?sCS\\_ChosenLang=en](https://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?sCS_ChosenLang=en) (accessed March 20, 2023).