

УДК 336

НОВЫЕ ПРОБЛЕМЫ В МИРЕ: НАРАСТАНИЕ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ¹

© 2022 **ЕРШОВ Михаил Владимирович***

Доктор экономических наук

*Профессор Финансового университета при Правительстве РФ
125167, Россия, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2*

***E-mail:** *mvershov@fa.ru*

© 2022 **ТАНАСОВА Анна Станиславовна****

Кандидат экономических наук

*Эксперт Финансового университета при Правительстве РФ
125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2*

****E-mail:** *astanasova@fa.ru*

Поступила в редакцию 16.09.2022

После доработки 21.10.2022

Принята к публикации 01.11.2022

Аннотация. Пандемия 2020 г., а затем международная геополитическая напряженность 2022 г. поставили перед монетарными регуляторами стран принципиально новые задачи. Проблемы привели к тому, что впервые за 20 лет наблюдался паритет между курсами евро и доллара, что естественно оказывает влияние на характер развития экономики Европы. В статье проведен анализ противоречий, сложившихся в глобальной финансовой системе. Авторы отмечают, что в 2022 г. монетарные регуляторы вновь оказались перед непростым выбором между стимулированием экономики и необходимостью подавления инфляции; между необходимостью наращивания долгов и повышением процентных ставок. Если ранее регуляторы развитых стран стремились повысить уровень инфляции до целевых уровней, то теперь им нужно кратно сократить рекордную за последние десятилетия инфляцию. Такую задачу нужно решить при том, что, с одной стороны, регуляторы уже имеют большой опыт работы в кризисных условиях неопределенности. Однако, с другой стороны, ситуация осложняется такими факторами, как технологические изменения, рекордный накопленный уровень долгов и пр. Усиливаются проблемы дезинтеграционных тенденций, что актуально не только для всего мира, но в первую очередь для интеграционных объединений, таких как еврозона.

¹ *Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета.*

Ключевые слова: рецессия, инфляция, центральный банк, денежно-кредитная политика, санкции, дезинтеграционные процессы, финансовый рынок, евро, рубль.

DOI: 10.31857/S0201708322070105

EDN: kwtpns

Последствия пандемии коронавируса, а также рост геополитической напряженности вокруг Украины и антироссийские санкции в значительной степени определяют развитие мировой экономики в среднесрочной перспективе. Вслед за некоторым всплеском оптимизма после пандемии прогнозы роста глобальной экономики вновь пересматриваются в сторону понижения. При этом поддержка экономики в мире начала постепенно сворачиваться. Между тем, *о важности сохранения* (выделено нами – М.Е., А.Т.) мер поддержки для обеспечения экономического роста предупреждал МВФ в 2021 г. [IMF, 2021]. На это также указывал ЮНКТАД в сентябре 2021 г.: «Рост продолжится, если текущая политика поддержки сохранится» [UNCTAD, 2021]. В дальнейшем ситуация на глобальных рынках и в мировой экономике в целом только ухудшилась. Согласно оценкам международных организаций, макрофинансовые факторы уязвимости увеличиваются [BIS, 2022a], и перспективы выглядят крайне неопределенно¹.

Масштабные государственные меры, принятые в большинстве ведущих стран, действительно оказали поддержку их экономикам. Вследствие этого в 2021 г. прирост глобального ВВП был рекордным с 1973 г. и составил 6,1% [IMF, 2022]. В 2022–2023 гг. прогнозировалось замедление экономического роста, (согласно большинству оценок международных организаций), однако ожидавшиеся темпы были выше, чем до коронакризиса.

Шок от пандемии и мер по борьбе с ней сформировали в мировой экономике ряд новых системных проблем. В их числе – нарушенные глобальные цепочки поставок, избыточный объем ликвидности в экономике, повышенная волатильность на сырьевых и финансовых рынках и др. Все это отмечается в условиях продолжающейся неопределенности относительно распространения коронавирусной инфекции, вспышки которой периодически встречаются в отдельных странах. В 2022 г. масштабные санкции ведущих стран Запада против России еще больше обострили указанные проблемы, вновь спровоцировав в экономиках кризисные тенденции. В целом, хотя проблемы в глобальной экономике отмечались и ранее, однако, текущий кризис, как и кризис в период пандемии, имеет в значительной степени неэкономический характер [Акиндинова и др., 2022].

Все это вносит коррективы в глобальное развитие, что будет существенно модифицировать характер взаимоотношений между странами в рамках глобальной экономики. Наметившиеся дезинтеграционные тенденции, и вызванное этим ослабление позиций интеграционной валюты – евро, еще больше дестабилизируют финансовую систему.

¹ <https://blogs.imf.org/2022/07/13/facing-a-darkening-economic-outlook-how-the-g20-can-respond/> (дата обращения: 15.07.2022)

Очевидно, это повлечет системные долгосрочные последствия. В условиях роста волатильности на товарных и финансовых рынках, резкого повышения стоимости сырьевых товаров вновь усиливаются перекосы и сбои, которые возникли в экономической системе после пандемии. Более того, начали перестраиваться и возникать новые потоки на сырьевых и товарных рынках, что, очевидно, станет повсеместным. На фондовых рынках ведущих стран все чаще отмечаются периоды затяжного спада. Вместе с тем ускорился рост инфляции, и во многих ведущих странах она достигла максимальных значений за последние несколько десятилетий. Вновь обостряется проблема неравенства населения как между странами, так и внутри стран.

В результате уже к середине 2022 г. эксперты все более четко ожидают рецессию в экономике. Об этом, в частности, говорят опросы руководителей международных компаний. Опрос, проведенный Deutsche Bank, относительно периода наступления рецессии в экономике США продемонстрировал, что все больше респондентов ожидают ее в 2023 г. Начало рецессии уже в 2022 г. прогнозировали 17% опрошенных (Таблица 1). В странах еврозоны, по опросам Bloomberg, в середине 2022 г. рецессию считали вероятной уже 45%, тогда как до февраля 2022 г. ее ожидали лишь 20%¹.

Таблица 1

Опрос относительно начала рецессии в экономике США

Дата опроса	2022	2023	2024	2025	2026 или позже	затруднились ответить
2021 (дек.)	5%	31%	29%	10%	10%	17%
2022 (фев.)	3%	29%	45%	9%	5%	10%
2022 (июнь)	17%	71%	8%	1%	0%	2%

Источник: Deutsche Bank. URL: <https://www.profinance.ru/news/2022/06/30/c688-kogda-nachnetsya-retsessiya-v-ssha-otvechaet-wall-street.html> (дата обращения: 30.07.2022).

Косвенными свидетельствами ухудшения ожиданий участников рынка являются также изменения некоторых тенденций в экономической деятельности в странах. В частности, к середине 2022 г. отмечалось накопление запасов у компаний, повышение доли наличных денег, сокращение числа и объемов первичных размещений на рынках, снижение активности на рынке M&A и др.

¹ Bloomberg: Euro-Zone Recession Risk Seen Rising Even as Inflation Peak Near. 11.07.2022. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-07-11/euro-zone-recession-risk-seen-rising-even-as-inflation-peak-near#:~:text=Euro%2DZone%20Recession%20Risk%20Seen%20Rising%20Even%20as%20Inflation%20Peak%20Near,-Econo-mists%20in%20survey&text=The%20probability%20of%20an%20economic,30%25%20in%20the%20previous%20survey.> (дата обращения: 15.07.2022)

Боле того, нельзя исключать формирования стагфляционных тенденций, в случае ухудшения на рынке труда и усиления негативных процессов в сфере предложения. Все это делает риски стагфляции более вероятными [May, 2022].

Подчеркнем, что еще до 2022 г. ситуация в мире многие годы имела достаточно специфический характер, что делало перспективы экономического роста довольно неустойчивыми. При минимальных уровнях процентных ставок, которые были установлены после глобального финансового кризиса 2007-2009 гг., и при наличии масштабного объема ликвидности в экономике, деньги довольно вяло перетекали в инвестиции в реальный сектор.

При избыточном уровне ликвидности в экономико-финансовой системе уровень цен в ведущих развитых странах был на минимальных уровнях и даже существенно ниже целевого уровня их центральных банков (как правило, 2%). Ведущие западные регуляторы прилагали усилия для повышения инфляции до целевых показателей. Однако средства активно перетекали на фондовые рынки, что привело там к надуванию «пузыря». Ведущие фондовые индексы достигли рекордных уровней, что, в том числе, усиливает рост неравенства среди населения во многих странах.

Новые перекосы после шока пандемии

Пандемия 2020 г. и последовавшие масштабные меры поддержки экономики в 2020–2021 гг. способствовали некоторой трансформации перекосов. В результате чего положение регуляторов еще больше осложнилось. Сначала практически безлимитное количественное смягчение, которое было в США и Японии, а также масштабные вливания в Европе практически наводнили глобальную экономику ликвидностью. В результате глубокий провал марта 2020 г. на фондовых рынках (падение глобальных финансовых рынков в феврале-марте 2020 г. было самым быстрым и масштабным за всю историю фондового рынка: всего за три дня глобальный фондовый индекс MSCI AC World снизился на 16%) был перекрыт всего за четыре-шесть месяцев, максимальные значения индексов на биржах вновь обновились. Отметим, что наиболее растущую динамику в 2020 г. на американских и европейских рынках показали акции компаний, относящихся к сектору информационных технологий и «зеленых» направлений. Среднегодовая доходность 20 акций из этих секторов, имевших максимальный рост, составила около 150%. По итогам 2020 г. индексы на фондовых рынках достигли рекордных уровней. При этом важно, что мировой ВВП за год сократился (-3%). Такая разнонаправленная динамика вновь подтверждает, что фондовые рынки слабо отражают фактическое положение в реальной экономике, и нормальные взаимосвязи между ними утрачены.

Избыточная ликвидность в мировой экономике также разогнала инфляцию. Цены на сырьевые товары существенно возросли (по состоянию на середину 2022 г. цена нефти сорта Брент выросла за год более чем на 35%). Затруднения в логистических цепочках, которые не удалось быстро устранить после пандемии, также оказали повышательное давление на цены. С начала 2021 г. уровень цен начал уверенно расти и уже к маю 2022 г. в большинстве развитых стран инфляция достигла максимальных значений за последние 30–40 лет.

Теперь перед центральными банками встает новая задача – снизить уровень инфляции до целевых значений. Причем, ведущие регуляторы почти весь 2021 г. утверждали, что инфляция имеет временный характер, а это означало сохранение относительно мягкой денежно-кредитной политики еще какое-то время. Однако в конце 2021 г. риторика стала меняться в сторону ужесточения и рынок начал ожидать повышения процентных ставок и сворачивания программ количественного смягчения.

Стоит отметить, что центробанки к текущему витку напряженности в мире подошли уже с довольно большим опытом применения разнообразных и чрезвычайных инструментов. В кризис пандемии регуляторы многих стран были вынуждены значительно расширить свои подходы, начав применять механизмы, которые они раньше не использовали.

Количественное смягчение начали применять в странах с формирующимися рынками, а в развитых государствах начали использовать его даже без ограничений по объемам (безлимитные). Центробанки стали все больше принимать участие в улучшении финансового положения компаний реальной экономики. В странах с инфляционным таргетированием и свободным плаванием курса национальной валюты для стабилизации ситуации проводились валютные интервенции. Центробанкам приходится все более тонко и целенаправленно настраивать инструменты банковского регулирования, как и другие рычаги, которые находятся в их распоряжении. Это говорит о расширении компетенций центральных банков и их возрастающей роли для поддержания нормального функционирования реальной экономики. Все это отражает масштабы происходящих сдвигов на глобальных финансовых рынках и в мировой экономике, а также свидетельствует о формировании серьезных изменений в механизмах регулирования.

Накопленный опыт работы в кризисных условиях, очевидно, расширяет возможности регуляторов. В то же время текущую ситуацию характеризует совокупность факторов, которые формируют принципиально новую среду. Это касается и решения проблем поиска разумного компромисса между снижением инфляции и поддержкой экономического роста.

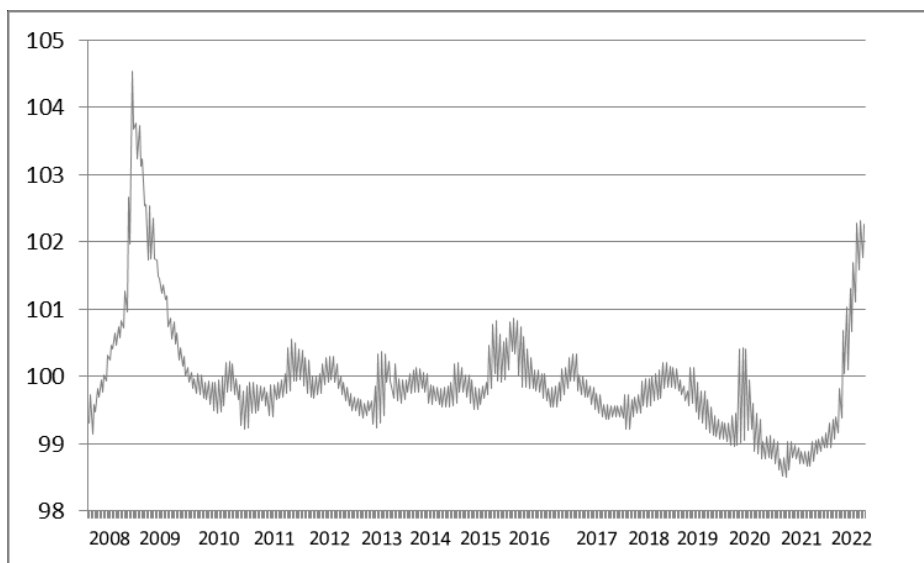
Вынужденное ужесточение денежно-кредитной политики

Отметим, что высокий уровень инфляции в 2022 г. стал системным явлением и наблюдается не только в развитых странах. В большинстве государств Восточной Европы и Латинской Америки уровень инфляции уже в первой половине 2022 г. находился в двузначной зоне. Из 19 стран еврозоны такой высокий уровень инфляции отмечается в пяти странах (в том числе в Испании и Греции).

Центральные банки во многих странах начали повышать процентные ставки, тем самым завершив 15-летний цикл низких процентных ставок. В целом в 2022 г. условия на финансовых рынках стали более жесткими (Рисунок 1). При этом эффективность увеличения процентной ставки для борьбы с повышенной инфляцией в нынешних условиях остается под вопросом. Важным фактором инфляции в текущий период является рост цен на энергосырье и сохраняющиеся проблемы с логистикой, которые являются экзогенными факторами (формируются вне рамок национальной

экономики), что сужает возможности регуляторов влиять на инфляцию. Особенно это касается еврозоны, где, согласно исследованиям, внешние потрясения и «узкие места» в глобальных цепочках поставок были более значимыми факторами инфляции, чем внутренний спрос, в отличие от США, в которых шок совокупного спроса играл более значимую роль в повышении инфляции [Giovanni, 2022].

Рисунок 1

Индекс условий на глобальных финансовых рынках в 2008- май 2022 гг.

Источник: BIS. Annual Report. June 2022. URL: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e.htm> (дата обращения: 15.07.2022)

В таких условиях повышение ставок формирует риски перехода экономик в рецессию и даже в стагфляцию. Повышение ставок в условиях неопределенности и низкой экономической активности ограничивает доступ участников экономики к финансированию. Кроме того, текущее положение центральных банков осложняется дополнительными факторами, которые принципиально отличают ситуацию от более ранних периодов рекордно высокой инфляции (например, в 1970-х гг.). В частности, цифровые технологии ставят перед регуляторами новые задачи, которые включают сохранение их способности проводить эффективную денежно-кредитную политику.

Также принципиальным отличием нынешней ситуации являются рекордно высокие уровни долговой нагрузки большинства ведущих государств. Развитые страны, включая 7 из 19 стран еврозоны, имеют государственный долг выше 100% ВВП (Таблица 2). Напомним, что долговой кризис еврозоны, обострившийся после глобального финансового кризиса 2007–2009 гг., уже тогда потребовал от ЕС изменений в области экономического управления [Буторина, 2020].

Таблица 2

Государственный долг ряда стран в 2007 и в 2021 гг., % ВВП

Страны	2007	2021
Япония	173	263
США	65	128
Еврозона	66	95
Греция	104	199
Италия	104	151
Португалия	73	127
Испания	36	119
Франция	65	113
Бельгия	87	108
Кипр	54	104

Источник: IMF. Fiscal Monitor, October 2022. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2022/10/09/fiscal-monitor-october-22>; https://www.imf.org/external/datamapper/GG_DEBT_GDP@GDD/SWE (дата обращения: 20.10.2022)

Учитывая, что в 2022 г. все более отчетливо начинали проявляться признаки структурного кризиса в западных экономиках, можно ожидать усиления более системных кризисных тенденций, что, как следствие, вызовет необходимость дополнительной поддержки экономик со стороны государств. Это вновь приведет к росту государственных расходов и долгов. Вероятно, дефицит бюджетов в большинстве стран сохранится, а возможно и расширится. Повышение ставок при этом увеличит расходы по обслуживанию долга, затрудняя его наращивание в объемах необходимых для финансирования экономики.

В странах еврозоны в целом различный уровень задолженности и неоднородная ситуация в экономиках влечет проблемы на финансовых рынках и усложняет задачи для ЕЦБ как единого регулятора. В частности, в начале 2022 г. ожидания повышения ставок ведущими центробанками способствовали росту доходностей долгосрочных бумаг во всех странах. Одновременно расширились спреды между доходностями долгосрочных гособлигаций среди стран еврозоны (Таблица 3), что вызывает беспокойство европейских регуляторов. Такое расхождение показателей ключевых стран еврозоны отражает усиление дефрагментации единого рынка. Повышенный уровень инфляции и необходимость сворачивания программ покупки ограничивают возможности ЕЦБ стабилизировать ситуацию в этом сегменте рынка.

В целом переход к циклу повышения ставок, который начался в 2022 г., очевидно является непростым решением для центробанков особенно в развитых странах. ЕЦБ один из крупнейших регуляторов, который, насколько мог, откладывал повышение процентной ставки. О своем решении начать первое повышение ставки ЕЦБ объявил три месяца спустя после того, как ФРС США начала повышать учет-

ную ставку и подняла ее уже на трех заседаниях подряд. Мягкую денежно-кредитную политику продолжает поддерживать также Банк Японии, причем уже 24-й год. Однако в Японии инфляция более инертна и пока в отличие от еврозоны растет гораздо медленнее. Более того, летом 2022 г. японский регулятор обозначил готовность еще больше смягчать свою политику в случае необходимости.

Таблица 3

Доходности 10-летних государственных облигаций стран еврозоны, %

Страны	2021	2022 (окт.)
Германия	-0,18	2,14
Франция	0,21	2,69
Италия	1,16	4,32
Греция	1,31	4,62
Португалия	0,45	3,14
Испания	0,57	3,23

Источник: данные Wall Street Journal Markets. URL: <https://www.wsj.com/market-data/quotes/bond/BX/TMBMKES-10Y> (дата обращения: 20.10.2022)

Опасаясь реакции рынка, ЕЦБ заранее подготовил план по поддержке рынков облигаций на случай, если повышение ставки приведет к сильным распродажам. Поддержке рынка также должен способствовать более гибкий подход в реинвестировании средств, полученных от покупки активов. Напомним, что Программа экстренных покупок в связи с пандемией (PEPP¹) была завершена в марте 2022 г., а в начале июля завершился чистый выкуп по Программе покупки активов (APP²). С целью ограничить спреды ЕЦБ будет покупать облигации Италии, Испании, Португалии и Греции на часть средств, полученных от погашения долговых обязательств Германии, Франции и Нидерландов. Другими словами, за счет стран с более прочной экономикой будет оказана поддержка проблемным странам региона.

Активное повышение ставок ФРС США и ожидания дальнейшего их роста способствовали укреплению доллара (за 6 месяцев 2022 г. индекс доллара вырос на 10%). Единая европейская валюта при этом в преддверии повышения ставок со стороны ЕЦБ существенно ослабла. В середине июля 2022 г. курс евро впервые за 20 лет достиг паритета с долларом. Обесценение евро является следствием опасений рынка, что положение европейской экономики выглядит более хрупко по сравнению с экономикой США и кризисные явления в ней будут сильнее, чем в американской. Прекращение поставок из России нефти и газа в Европу, (что усилит энергетический кризис в этих странах), повышает вероятность рецессии в ЕС.

Ослабление евро формирует дополнительные проблемы для экономики еврозоны в целом и для ее ведущих членов в частности. Более слабый евро будет стимулировать импорт, способствуя росту цен. Ослабление евро приведет к удорожанию

¹ PEPP – Pandemic emergency purchase programme.

² APP – Asset purchase programme.

энергоресурсов для европейских потребителей, давая дополнительный импульс росту как потребительской инфляции, так и цен производителей. Одновременно ослабление валюты должно стимулировать экспорт. Однако повышение внешнего спроса едва ли сможет стать значимой точкой опоры экономического роста, учитывая, что экономическая активность во многих странах замедляется. Кроме того, ослабление евро будет оказывать понижающее давление на доходы населения, а, соответственно, на внутренний спрос.

Все эти проблемы в значительной степени касаются и крупнейшей экономики еврозоны – Германии, которая является экспортоориентированной и производит энергоемкую продукцию, причем в значительной степени зависит от импорта сырья. В мае 2022 г. в Германии впервые с 1991 г. зафиксирован дефицит торгового баланса. Это является следствием опережающего роста стоимости импорта (в первую очередь, энергоносителей) по сравнению с экспортом.

В целом усиление негативных процессов в европейской экономике наблюдается уже с начала 2022 г. В частности, отмечается увеличение дефицита торгового баланса ЕС, объем которого в 1 кв. 2022 г. оказался даже ниже периода ипотечного кризиса 2007–2009 гг. Причем проблемы с поставками из-за нарушенных цепочек сохраняются, растет стоимость продовольствия, внутренний спрос становится более слабым, в регионе усиливаются некоторые дезинтеграционные процессы. Это снижает вес и роль трансграничных операций в евровалюте на международных рынках, что отмечается после глобального финансового кризиса (Рисунок 2).

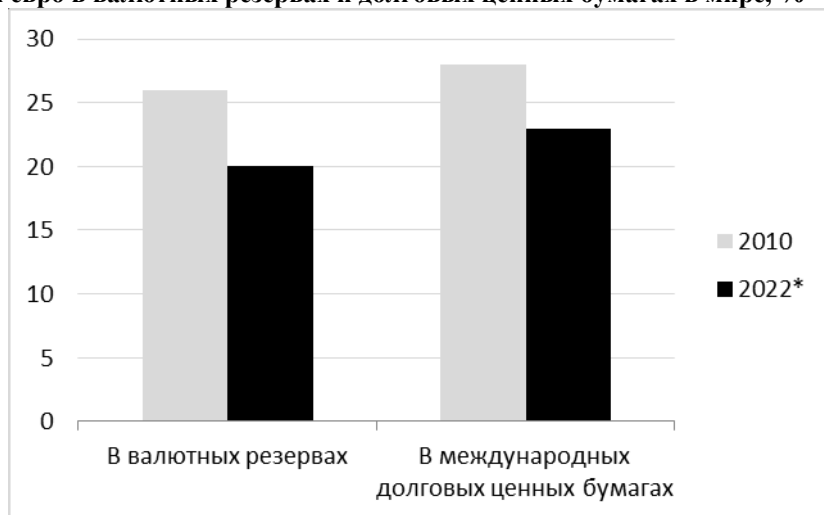
В таких условиях геополитическая напряженность вокруг Украины формирует для еврозоны также, как и для остальных развитых стран, находящихся на грани рецессии, возможность выхода из кризиса за счет наращивания военных расходов. Это, очевидно, формирует заинтересованность таких государств в более затяжном характере конфликта. Необходимо иметь в виду, что в таком случае будет сохраняться высокий уровень неопределенности, который влияет на поведение домашних хозяйств и компаний, ограничивая их активность, и, соответственно, негативно влияя на экономический рост [Bloom, 2009; Coibion, 2021; Kumar, 2022].

Характер воздействия повышения ставок на глобальный финансовый рынок пока остается не очень ясным даже регуляторам. Рост процентных ставок может сказаться на качестве частных кредитов и более четко проявиться в среднесрочной перспективе, когда ставки будут еще выше, а запас прочности у населения и корпораций израсходован. Повышение ставок особенно сказывается на высокотехнологичных компаниях. Оно также может ухудшить положение перекредитованных высокодоходных компаний с низкими рейтингами в случае продолжительного замедления экономического роста. Очевидно, масштабы кредитных проблем будут зависеть от того, насколько сильно регуляторам придется ужесточать свою денежно-кредитную политику [BIS, 2022a].

Банковский сектор сейчас находится в лучшей форме, чем в начале прошлого глобального кризиса, уровень капитала у банков заметно выше (в 2021 г. среднемирянное значение у основных международных банков составляло 17,7% против 11,7% в 2006 г.). Тем не менее ситуация в финансовой сфере остается непростой.

Рисунок 2

Доля евро в валютных резервах и долговых ценных бумагах в мире, %



* данные в части валютных резервов приведены на 2 кв. 2022 г.; в международных долговых ценных бумагах - на 2020 г.

Источник: ECB. The international role of the euro, June 2021. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/ire/html/ecb.ire202106~a058f84c61.en.html> (дата обращения: 10.09.2022); Congressional Research Service. The U.S. Dollar as the World's Dominant Reserve Currency. September 15, 2022. URL: <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/IF/IF11707>

Завершение покупок активов со стороны центробанков может привести к переоценке кредитных спредов по долговым инструментам и негативно сказаться на финансовых институтах, включая банки. Кроме того, определённые риски концентрируются в «теневом банковском секторе», масштабы которого после глобального финансового кризиса существенно возросли. По оценкам, на теньевую банковскую систему приходится порядка 30% всего финансового сектора. Вместе с тем уровень регулирования данного сегмента остается на довольно низком уровне, что формирует значительные риски для финансовой стабильности в целом. Ухудшение положения в теневом секторе может негативно сказаться не только на банках, но также и на всей экономике. Это связано с тем, что потенциал «заражения» ими остальных участников рынка по-прежнему остается неясным для регуляторов, вследствие наличия непрозрачных и скрытых рисков (в т.ч. неоправданно высокого уровня кредитного плеча, несоответствия объемов ликвидности др.) [BIS, 2022a; ECB, 2022; Mirjalili, 2021; Bengtsson, 2013]. При этом фактический объем таких «неявных» инструментов больше, чем это следует из официальных данных, что очевидно еще больше повышает риски заражения.

Риски ухудшения балансов также остаются в связи с повышенной волатильностью на валютном рынке особенно стран с формирующимися рынками, которые имеют высокую закредитованность, в т.ч. в иностранных валютах. Причем, колебания курсов оказывают негативное влияние на финансовый рынок не только через

ухудшение балансов самих заемщиков. Большое влияние волатильность курса валюты оказывает на финансовые условия через балансы кредиторов, которые ужесточают условия заимствования и ограничивают доступ к кредитам [Bruno, 2015].

Санкции усиливают тенденции деглобализации

Геополитическая напряженность вокруг Украины и санкции против России окажут опосредованное влияние на финансовый сектор. По мнению Банка международных расчетов, «структурные особенности внутренней банковской системы России ограничивают возможности санкций для передачи стресса по международным банковским каналам» [BIS, 2022b].

Ограничение доступа и выключение российского финансового сектора от рынков западных стран, по сути, является целенаправленной мерой, усиливающей тенденции деглобализации. Определенные признаки этой тенденции начали более отчетливо проявляться уже после глобального финансового кризиса 2007-2009 гг. на фоне турбулентных тенденций в еврозоне. В результате были «серьезно подорваны позиции самого евро, и в принципе поставлена под сомнение эффективность важнейших механизмов европейской интеграции» [Ершов, 2011].

Однако в последнее время этот вопрос все больше оказывается в центре внимания. Очередной существенный толчок к процессам деглобализации задали пандемия коронавируса в 2020 г. В немалой степени это затрагивает и непосредственно европейские рынки и европейские страны, размывая их интеграционные ресурсы. В ЕС после пандемии предпринимаются попытки обновить подходы к пониманию своего места в международной системе взаимосвязей [Щербак, 2020]. Учитывая, что евро является интеграционной денежной единицей, деглобализация на уровне стран еврозоны подрывает основные факторы, формирующие эту валюту. Усиление разнородности экономического развития внутри группы этих стран может усилиться вследствие нарастающих кризисных явлений, которые наблюдаются в 2022 г. В результате положение евро на глобальных рынках может продолжить ухудшаться, что также усиливает и репутационные риски европейской валюты.

Элементы тенденций дезинтеграции проявляются также на российском валютном рынке, когда, в частности, были введены ограничения движения капиталов, что существенно изменило характер курсовой динамики.

Курс рубля существенно провалился в феврале 2022 г. (больше чем на 40% за две недели). Однако после введения регуляторами валютных ограничений начался тренд на его укрепление. К середине 2022 г. курс рубля достиг уровня конца 2014 г. (укрепление более чем на 150% от максимального провала). Столь значимое укрепление курса вызывает обеспокоенность Минфина, т.к. крепкий курс ограничивает потенциал бюджетных доходов. С мая 2022 г. началась постепенная отмена введенных послаблений. Однако рубль, хоть и с небольшими периодическими ослаблениями, но продолжил укрепляться. Одновременно послабления в сфере валютного контроля в условиях усиливающегося санкционного давления со стороны западных стран способствуют сохранению рисков для российского бизнеса.

Принимая во внимание то обстоятельство, что основной объем ликвидности на российском рынке формируется вследствие притока валюты, отмена репатриации и

рост лимитов на переводы за рубеж приведут к оттоку ликвидности с российского рынка, сокращению ее уровня и возможно к росту волатильности ставок на денежном рынке. Складывается ситуация, которая свидетельствует о целенаправленном выталкивании валютной ликвидности из экономики. Вероятно, это может быть одним из механизмов оказания давления на укрепляющийся рубль.

Ослабление рубля (как и в случае с евро) будет очевидно иметь репутационные риски, подрывая доверие к российской валюте, и ограничивать возможности ее использования как средства сбережения и инвестиций. Кроме того, снизится привлекательность рубля в международных операциях. Укажем, что в условиях санкций и ограничений отход от доллара и иных валют недружественных стран является крайне актуальным.

В условиях нарастающих процессов дезинтеграции и повышения рисков в мировой экономике, усиление внутренних основ развития (где решающую роль играют внутренний спрос, внутренние источники финансовых ресурсов и др.) становится важным аспектом экономической политики многих стран. В случае усиления формирующихся рисков в мире эффективность интеграционного взаимодействия между странами может снижаться. И в своих мерах регуляторам, в том числе российским, следует учитывать указанные тенденции.

Меры регуляторов ведущих стран во время пандемии были беспрецедентными по масштабам и подходам. Они, хотя и стабилизировали положение экономик и финансовых рынков, но одновременно запустили новые системные проблемы. Значимой особенностью сложившейся ситуации стала повсеместно растущая инфляция, которая в 2022 г. достигла максимальных значений за 40 лет. Геополитическая напряженность и санкции против РФ ситуацию еще больше осложнили, повысив уровень неопределенности и усилив волатильность на финансовых и товарно-сырьевых рынках, что еще больше способствует росту цен.

В таких условиях центробанки вынуждены переходить к ужесточению денежно-кредитных подходов, ставя под угрозу экономический рост и стабильность финансовых рынков. Угроза стабильности для глобальной финансовой сферы исходит как со стороны банков, так и со стороны «теневых банковского сектора», в котором значительная часть рисков остается непрозрачной. Нестабильность на мировых валютных рынках и укрепление доллара США против большинства валют негативно сказываются не только на развивающихся экономиках, но и на странах еврозоны (на них внешние условия сказываются более негативно, чем на США). Усиление признаков структурного кризиса в западных экономиках может обострить системные кризисные явления и вновь сделать актуальным расширение государственной поддержки.

Одновременно усиливаются процессы дезинтеграции в мире. Россия оказывается все более вовлеченной в эти процессы, что формирует качественно новые условия функционирования российской экономики и финансового сектора.

В мировой экономике также складывается принципиально новая ситуация, которая в значительной степени имеет неэкономическое происхождение – как санкционное (в настоящее время), так и пандемическое (ранее). Это существенно ограничивает возможности регуляторов влиять на положение и сохраняет высокий уровень неопределенности. Во всем мире более актуальным становится усиление опоры на

внутренние механизмы экономического развития, что вероятно будет более широко применяться в странах. Это в полной мере актуально и для российской экономики.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Акиндинова Н. В., Бессонов В. А., Пухов С. Г., Сафонов И. Н., Смирнов С. В. (2022) Инфляционные вызовы периода пандемии и санкций. Уроки для будущего. *Вопросы экономики*. № 5. С. 5–25. DOI 10.32609/0042-8736-2022-5-5-25.

Буторина О.В. (2020) *Экономическая история евро*. Издательство «Весь Мир»: ИЕ РАН, Москва, Россия. 576 с.

Ершов М.В. (2011) *Мировой финансовый кризис. Что дальше?* Экономика, Москва, Россия. 295 с.

Захаров А.Н., Старовая Ю.А. (2018) Внешняя торговля Германии. *Российский внешне-экономический вестник*. № 10. С. 49–58.

Мау В.А. (2022) Экономическая политика в условиях пандемии: опыт 2021–2022 гг. *Вопросы экономики*. № 3. С. 5–28. DOI 10.32609/0042-8736-2022-3-5-28.

Щербак И.Н. (2020) Стратегическая автономия ЕС и проблемы формирования внешне-политической повестки в эпоху пандемии. *Современная Европа*. № 6. С. 29–40. DOI 10.152111/soveurope120202940.

Bengtsson E. (2013) Shadow banking and financial stability: European money market funds in the global financial crisis, *Journal of International Money and Finance*, vol. 32, pp. 579–594.

BIS (2022a) Annual Economic Report. Promoting global monetary and financial stability. June. URL: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e.htm> (дата обращения: 05.07.2022)

BIS (2022b) Quarterly Review. International banking and financial market developments. June. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2206.htm (дата обращения: 05.07.2022)

BIS (2022c) Macro-financial stability frameworks and external financial conditions. July. URL: <https://www.bis.org/publ/othp53.htm> (дата обращения: 05.07.2022)

Bloom N. (2009) «The Impact of Uncertainty Shocks», *Econometrica*, vol. 77(3), pp. 623–685. DOI <https://doi.org/10.3982/ECTA6248>

Bruno V., Shin H. S. (2015) «Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, vol. 72, pp. 119–132. DOI <http://dx.doi.org/10.1016/j.jmoneco.2014.11.011>

Coibion O., Georgarakos D., Gorodnichenko Y., Kenny G. and Weber M. (2021) «The Effect of Macroeconomic Uncertainty on Household Spending», NBER Working Paper 28625, March. URL: <https://www.nber.org/papers/w28625> (дата обращения: 05.07.2022) DOI 10.3386/w28625

ECB (2022) Financial Stability Review, May 2022. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202205~f207f46ea0.en.html> (дата обращения: 05.07.2022).

Giovanni J., Şebnem Kalemli-Özcan, Silva A., Yildirim M.A. (2022) «Global Supply Chain Pressures, International Trade, and Inflation», NBER Working Paper 30240, July, DOI 10.3386/w30240 URL: <https://www.nber.org/papers/w30240> (дата обращения: 20.07.2022)

IMF (2021) Global economic outlook: Recovery during a pandemic health concerns, supply disruptions, and price pressures. Washington, DC: International Monetary Fund, October. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021> (дата обращения: 10.05.2022)

IMF (2022) World Economic Outlook. War sets back the global recovery. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022> (дата обращения: 10.05.2022)

Kumar S., Gorodnichenko Y., Coibion O. (2022) «The Effect of Macroeconomic Uncertainty on Firm Decisions», NBER Working Paper 30288, July. URL: <https://www.nber.org/papers/w30288> DOI 10.3386/w30288 (дата обращения: 20.07.2022)

Mirjalili S.H., Esfandiary M., Zarei M. (2021) «The Impact of Shadow Banking on the Financial Stability: Evidence from G20 Countries», *Journal of Money and Economy*, vol. 16, no. 2, pp. 237–252. DOI: 10.29252/jme.16.2.237

OECD (2021) OECD Economic Outlook, vol. 2021, iss. 1, May. URL <https://www.oecd.org/economic-outlook/may-2021/> (дата обращения: 15.06.2022)

New Problems in the World Make Uncertainty Higher

M.V. Ershov*

Doctor of Sciences (Economics)

*Professor of the Financial University under the Government of the Russian Federation
49, Leningradsky Prospekt, Moscow, Russia, 125137*

***E-mail:** mversov@fa.ru

A.S. Tanasova**

Candidate of Sciences (Economics)

*Expert of the Financial University under the Government of the Russian Federation
49, Leningradsky Prospekt, Moscow, Russia, 125137*

****E-mail:** astanasova@fa.ru

Abstract. The pandemic of 2020 and onwards, and the geopolitical tensions of 2022, set fundamentally new tasks for the monetary regulators. The challenges led to parity between the euro and the dollar for the first time in 20 years, which affects the development of the economy in the region. The article analyzes the existing contradictions that are noted in the global financial system at the current stage. It is noted that in 2022 monetary regulators again faced a trade-off between stimulating the economy and the need to suppress inflation; between the need to build up debts and raising interest rates. Before regulators of developed countries sought to raise the inflation rate to target levels, now they need to reduce the record inflation in recent decades. The latter should be solved despite the fact that, on the one hand, regulators already have extensive experience in dealing with uncertainty and crisis conditions, a relatively stable banking sector, etc. On the other hand, the situation is complicated by such factors as technological changes, record accumulated debt levels, etc. Disintegration trends are increasing, which in the first place affects integration unions such as the eurozone.

Key words: recession, inflation, central bank, monetary policy, sanctions, financial markets, disintegration processes, euro, ruble.

DOI: 10.31857/S0201708322070105

EDN: kwtpns

REFERENCES

Akindinova N.V., Bessonov V.A., Puhov S.G., Safonov I.N., Smirnov S.V. (2022) *Inflyacionnye vyzovy perioda pandemii i sankcij. Uroki dlya budushchego [Infectious diseases of the pandemic and sanctions period. Lessons for the future]. Voprosy ekonomiki*, no. 5, pp. 5–25. DOI 10.32609/0042-8736-2022-5-5-25 (in Russian).

Bengtsson E. (2013) Shadow banking and financial stability: European money market funds in the global financial crisis, *Journal of International Money and Finance*, vol. 32, pp. 579–594.

BIS (2022a) Annual Economic Report. Promoting global monetary and financial stability. June. URL: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e.htm> (accessed: 05.07.2022)

BIS (2022b) Quarterly Review. International banking and financial market developments. June. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2206.htm (accessed: 05.07.2022)

BIS (2022c) Macro-financial stability frameworks and external financial conditions. July. URL: <https://www.bis.org/publ/othp53.htm> (accessed: 05.07.2022)

Bloom N. (2009) «The Impact of Uncertainty Shocks», *Econometrica*, vol. 77(3), pp. 623–685. DOI <https://doi.org/10.3982/ECTA6248>

Bruno V., Shin H. S. (2015) «Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, vol. 72, pp. 119–132. DOI <http://dx.doi.org/10.1016/j.jmoneco.2014.11.011>

Butorina O.V. (2020) *Ekonomicheskaya istoriya evro* [Economic History of Euro]. Izdatel'stvo «Ves' Mir»: IE RAN, Moscow, Russia, 576 p. (in Russian).

Coibion O., Georgarakos D., Gorodnichenko Y., Kenny G. and Weber M. (2021) «The Effect of Macroeconomic Uncertainty on Household Spending», NBER Working Paper 28625, March. URL: <https://www.nber.org/papers/w28625> (accessed: 20.05.2022), DOI 10.3386/w28625

ECB (2022) Financial Stability Review, May 2022. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202205~f207f46ea0.en.html> (accessed: 05.07.2022)

Ershov M.V. (2011) *Mirovoj finansovyy krizis. Chto dal'she?* [Global Financial Crisis. What's Next?]. Ekonomika, Moscow, Russia, p. 295. (in Russian).

Giovanni J., Şebnem Kalemli-Özcan, Silva A., Yildirim M.A. (2022) «Global Supply Chain Pressures, International Trade, and Inflation», NBER Working Paper 30240, July, DOI 10.3386/w30240 URL: <https://www.nber.org/papers/w30240> (accessed: 20.07.2022)

IMF (2021) Global economic outlook: Recovery during a pandemic health concerns, supply disruptions, and price pressures. Washington, DC: International Monetary Fund, October. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021> (accessed: 10.05.2022)

IMF (2022) World Economic Outlook. War sets back the global recovery. April. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022> (accessed: 10.05.2022)

Kumar S., Gorodnichenko Y., Coibion O. (2022) «The Effect of Macroeconomic Uncertainty on Firm Decisions», NBER Working Paper 30288, July. URL: <https://www.nber.org/papers/w30288> DOI 10.3386/w30288 (accessed: 20.07.2022)

Mau V.A. (2022) *Ekonomicheskaya politika v usloviyah pandemii: opyt 2021–2022 gg.* [Economic policy in the context of a pandemic: the experience of 2021–2022]. *Voprosy ekonomiki*, no. 3, pp. 5–28. DOI 10.32609/0042-8736-2022-3-5-28. (in Russian).

Mirjalili S.H., Esfandiary M., Zarei M. (2021) «The Impact of Shadow Banking on the Financial Stability: Evidence from G20 Countries», *Journal of Money and Economy*, vol. 1 6, no. 2, pp. 237–252. DOI: 10.29252/jme.16. 2. 237

OECD (2021) OECD Economic Outlook, vol. 2021, iss. 1, May. URL <https://www.oecd.org/economic-outlook/may-2021/> (accessed: 15.06.2022)

Shcherbak I.N. (2020) *Strategicheskaya avtonomiya ES i problemy formirovaniya vneshnepoliticheskoy povestki v epohu pandemii* [The strategic autonomy of the EU and the problems of shaping the foreign policy agenda in the era of the pandemic]. *Sovremennaya Evropa*, no. 6, pp. 29–40. DOI 10.152111/soveurope120202940. (in Russian).

Zaharov A.N., Starovaya U.A. (2018) *Vneshnyaya trgovlya Germanii* [External trade of Germany]. *Rossiyskij vneshneekonomicheskij vestnik*, no. 10, pp. 49–58. (in Russian).