

ВСЕРОССИЙСКОЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ

TM

Вопросы Экономики

ОРДЕНА ТРУДОВОГО КРАСНОГО ЗНАМЕНИ
ЕЖЕМЕСЯЧНЫЙ ЖУРНАЛ
ВЫХОДИТ С 1929 г.

декабрь 12 2025

Редакционная коллегия

О. И. Ананьев, Р. С. Гринберг, Н. И. Иванова, А. Я. Котковский (исполняющий обязанности главного редактора), **Я. И. Кузьминов, В. А. Май, А. Д. Некипелов, Г. Х. Попов, С. Н. Попов** (ответственный секретарь), **Вад. В. Радаев, А. Я. Рубинштейн**

Х. Канамори (Япония), **Гж. Колодко** (Польша), **Л. Конг** (Китай), **Л. Чаба** (Венгрия),
М. Эллман (Нидерланды), **М. Эмерсон** (Великобритания)

МОСКВА

Voprosy Ekonomiki

[Issues of Economics]

Since 1929

December

12

2025

EDITORIAL BOARD

Oleg Ananyin
HSE University,
Russian Federation

Ruslan Grinberg
Institute of Economics,
Russian Academy of Sciences,
Russian Federation

Natalya Ivanova
Primakov National Research
Institute of World Economy
and International Relations,
Russian Academy of Sciences,
Russian Federation

Andrey Kotkovsky
(Executive Editor)
NP "Voprosy Ekonomiki",
Russian Federation

Yaroslav Kouzminov
HSE University,
Russian Federation

Vladimir Mau
Russian Federation

Alexander Nekipelov
Moscow School of Economics,
Lomonosov Moscow State University,
Russian Federation

Gavriil Popov
International University in Moscow,
Russian Federation

Sergey Popov
(Executive Secretary)
NP "Voprosy Ekonomiki",
Russian Federation

Vadim Radaev
HSE University, Russian Federation

Alexander Rubinstein
Institute of Economics,
Russian Academy of Sciences,
Russian Federation

Hisao Kanamori (Japan), **Grzegorz Kolodko** (Poland), **Li Cong** (China), **László Csaba** (Hungary),
Michael Ellman (Netherlands), **Michael Emerson** (Great Britain)

AIMS AND SCOPE

Voprosy Ekonomiki is a leading Russian economic journal. It publishes the top theoretical and empirical research on macroeconomic policies and institutional reforms in Russia. The journal also welcomes more general submissions dealing with the political economy of institutional change as well as economic sociology, economic history, regional economic studies, analysis of particular markets and industries, international economics, and history of economic thought. *Voprosy Ekonomiki* serves as an important forum for the Russian economic community. All articles are subject to a rigorous peer-review process.

ISSN 0042-8736. Frequency: published monthly—12 Issues per year.
Publisher: NP "Redaktsiya zhurnala 'Voprosy Ekonomiki'".
Homepage: www.vopreco.ru. Email: mail@vopreco.ru

© 2025 NP "Voprosy Ekonomiki". All rights reserved.

СОДЕРЖАНИЕ

Вопросы теории

А. А. Мальцев, А. Е. Шаститко — Куда ведет ностальгический эмпиризм новых-новых институционалистов?	5
Д. П. Фролов — Как изучать экономическую рациональность в ХХI веке?	32

Международная экономика

М. В. Ершов, А. С. Танасова — Новая модель финансового мира все ближе... 56
--

Микроэкономика

А. А. Аузан, В. А. Брызгалин, Е. Н. Никишина, А. А. Ставинская — Измерение культурного кода компании: теория, эмпирика, применение 74
С. В. Арженовский — Влияние кредитной нагрузки домохозяйств на потребление: новые аспекты..... 97
В. А. Войтенков, О. А. Демидова — Роль субъективных оценок благополучия в изменении структуры потребления российских домохозяйств в 2022–2023 гг. 116

Экономика общественного сектора

Е. Н. Тимушев — Федеральная политика выравнивания доходов региональных бюджетов: направления совершенствования..... 134
--

Содержание журнала «Вопросы экономики» за 2025 год.....	154
Льготная подписка на журнал «Вопросы экономики».....	160



Новая модель финансового мира все ближе

М. В. Ершов, А. С. Танасова

Институт энергетики и финансов (Москва, Россия)

Мировая валютно-финансовая система проходит важный этап трансформации, значительную роль в этом играют технологии, содействующие развитию цифровых валют. Новые возможности, которые они открывают, становятся значимым инструментом упрочения странами своих позиций в мире в условиях фрагментации старых взаимосвязей и формирования новых центров силы. Повышенный уровень geopolитической неустойчивости, избыточная ликвидность в глобальной экономике, перегретые фондовые рынки США, более тесные связи финансовых рынков разных стран подчеркивают необходимость создания альтернативных точек опоры. В России недостаточно гибкие подходы в денежно-кредитной и фискальной политике ограничивают возможности в полной мере задействовать собственные рычаги развития. Однако имеются неиспользованные механизмы, которые могли бы смягчить условия для бизнеса, способствуя экономическому росту.

Ключевые слова: мировая валютно-финансовая система, цифровые валюты, центральный банк, денежно-кредитная политика, государственные расходы, налоги.

JEL: E44, E52, E62, F33.

Введение

В мировой валютно-финансовой сфере все более отчетливо проявляются значимые изменения, которые приобретают фундаментальный и системный характер. Причем изменения эти столь глубокие, что, по сути, разрушают основы предшествующей экономической модели.

Ершов Михаил Владимирович (lupandina@fief.ru), д. э. н., главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов (ИЭФ). www.ershovm.ru; Танасова Анна Станиславовна (a_tanasova@fief.ru), к. э. н., замдиректора Департамента финансового анализа ИЭФ.

Известный инвестор Р. Далио утверждает, что наблюдается крах базовых монетарных, политических и геополитических устоев в мире¹. Отметим, что речь идет не о текущем повышении или снижении процентных ставок, усилении или ослаблении политики количественного смягчения, а также не об ужесточении или смягчении денежно-кредитной политики (ДКП) в целом: имеются в виду фундаментальные вопросы в ключевых сферах. Именно поэтому Далио характеризует текущие изменения как случающиеся раз в жизни в основных монетарных, политических и геополитических системах. Об этом говорит и министр финансов США С. Бессент: «Мы находимся в эпицентре великой перестройки, Бреттон-Вудской перестройки с точки зрения глобальной политики, глобальной торговли»² (здесь и далее перевод наш. — *M. E., A. T.*).

Новые рамки финансового развития в настоящее время формируются благодаря технологическим изменениям, которые позволяют создавать качественно новые инструменты и рычаги. Пока между странами существуют концептуальные разногласия относительно подходов и механизмов их использования. Риски и возможности, связанные с ними, не до конца понятны. Однако процесс идет полным ходом, что создает комплекс новых проблем и возможностей для усиления конкуренции между странами и отстаивания ими своих позиций в новых геоэкономических условиях.

Постепенно возникают новые концепции глобального управления, которые, в частности, были озвучены руководством КНР и поддержаны рядом важных участников мировых процессов³. И хотя их возможные конфигурации пока недостаточно ясны и до принятия международным сообществом может пройти немало времени, обсуждение этих процессов активизируется.

Все чаще отмечают, что геополитические изменения в мире, хрупкость экономик и нестабильность на ключевых ресурсных рынках вместе определяют среду нового волатильного многополярного мирового порядка⁴. Это свидетельствует о формировании долгосрочного цикла глобального экономического и политического развития. Причем наднациональные институты начинают утрачивать свое традиционное влияние.

Обострение конкуренции между странами проявляется в использовании США жестких протекционистских мер даже по отношению к ключевым торговым партнерам и странам-союзникам. Возникающее напряжение привело к росту волатильности и неопределенности в мировой экономике и на финансовых рынках. По мнению экспертов Банка международных расчетов (БМР), когда первоначальный шок частично прошел, в воздухе витает ощущение тревоги; глобальная экономика идет «от мягкой посадки к турбулентности и неопределенности» (см.:

¹ <https://www.binance.com/en/square/post/04-08-2025-dalio-highlights-deeper-global-issues-beyond-tariffs-22631841648185>

² <https://www.youtube.com/watch?v=Xq2MibqJWwY>

³ <https://www.interfax.ru/interview/1053125>

⁴ <https://oilprice.com/Geopolitics/Europe/Strategic-Earthquake-in-Europe-Signals-Age-of-Uncertainty.html>

BIS, 2025). В таких условиях важно поддерживать темпы роста российской экономики с учетом как новых рисков, так и новых возможностей.

Некоторые тенденции глобальных финансовых рынков

Год 2025-й начался с некоторого оживления на рынках вследствие ряда геополитических и экономических событий. Хотя некоторые из них могут казаться текущими, тем не менее нельзя исключать, что они носят долгосрочный и системный характер. В частности, жесткие внешнеэкономические меры президента США Д. Трампа, переговоры США и РФ, обострение конкуренции на рынке искусственного интеллекта (ИИ) между США и Китаем, более пристальное внимание регуляторов к новому сегменту финансового рынка — цифровым валютам и ряд других событий могут оказаться знаковыми для перспектив развития мировой экономики в ближайшие годы.

Появление в начале 2025 г. китайского чат-бота DeepSeek означало новую fazu конкуренции на рынке ИИ, пошатнув технологическое лидерство США в этой области. Усиление противостояния в сфере ИИ между США и Китаем еще больше повысило неопределенность на глобальных финансовых рынках в целом.

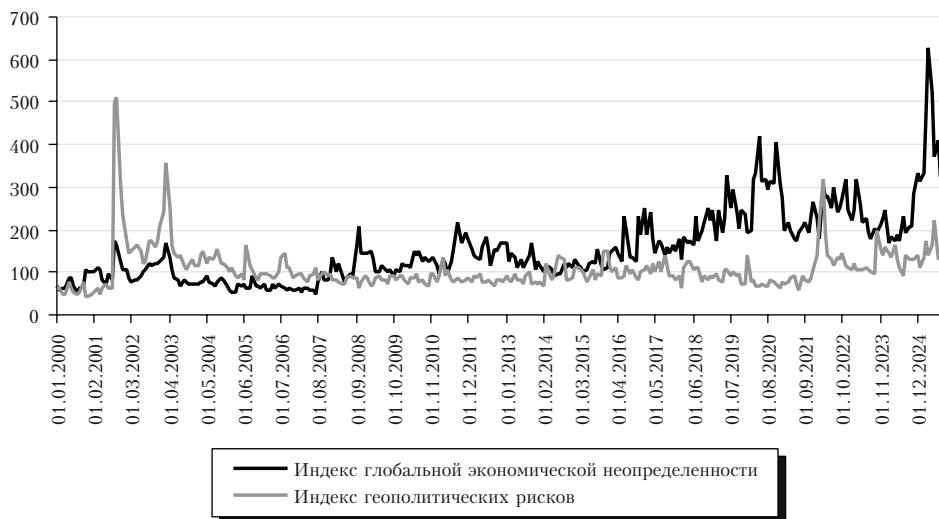
Значимым экономическим событием года было объявление о существенном ужесточении Трампом внешнеторговых пошлин для снижения рекордного дефицита торгового баланса США (превысившего по итогам 2024 г. 1,2 трлн долл.) и стимулирования внутреннего производства. Однако в итоге пошлины хотя и были несколько повышенны, но оказались ниже, чем изначально планировалось. Поэтому экономический эффект от непоследовательной политики США пока больше проявился в усилении нервозности на рынке, чем в реальном финансовом результате. Тем не менее перспективы глобальной экономики остаются крайне неопределенными, считают в Европейском центральном банке (ЕЦБ) и других международных организациях (см.: de Guindos, 2025; IMF, 2025). Причем, несмотря на достигнутые договоренности между США и рядом стран, риски для стабильности финансовой системы еврозоны остаются повышенными⁵.

Индекс неопределенности экономической политики США в начале 2025 г. достиг своего максимума с 2020 г. (рис. 1). Столь жесткая протекционистская политика крупнейшей экономики мира формирует дополнительные импульсы для деглобализации и регионализации.

Справочно. В период, когда были взорваны башни-близнецы в США (сентябрь 2001 г.), Индекс геополитических рисков существенно возрос, однако Индекс неопределенности экономической политики повысился незначительно. Вызывает удивление, что такой мегашок в области геополитики практически не отразился на экономическом индексе. Причем в других случаях связь была более заметной. По нашему мнению, слабая реакция индекса в 2001 г. имеет объяснения. Причина, как

⁵ <https://www.wsj.com/articles/threats-to-eurozone-financial-stability-remain-elevated-says-ecbs-de-guindos-ee4e440e>

**Индекс глобальной экономической неопределенности
и Индекс geopolитических рисков**



Источники: ФРБ Сент-Луиса США (<https://fred.stlouisfed.org/series/GEPUCURRENT>); Economic Policy Uncertainty (<https://www.policyuncertainty.com/gpr.html>).

Ruc. 1

представляется, в том, что регуляторы приняли активные меры по демпфированию шоков. Напомним, что для стабилизации ситуации на финансовых рынках тогда ФРС США увеличила вливание ликвидности в банковский сектор за один день более чем в 200 раз по сравнению с обычными объемами, что позволило избежать масштабных провалов на рынках. Аналогично в 2023 г. после банкротства трех крупных американских банков, по признанию ФРС, для сохранения стабильности она влила в систему избыточный объем ликвидности.

Но, несмотря на оперативность принимаемых решений, многие финансовые руководители США считают, что этого недостаточно: «Вместо того чтобы предотвращать кризисы, регулирующие органы слишком часто реагируют на них постфактум. Они играют роль команды по устранению последствий, вместо того чтобы предотвращать опасные побочные эффекты»⁶. Действительно, правильные и оперативные экономические меры могут эффективно демпфировать масштабные geopolитические шоки и сохранять экономическую устойчивость. В современных условиях, когда geopolитические и геоэкономические проблемы переплетаются все сильнее и требуют срочных решений, указанные примеры заслуживают серьезного внимания.

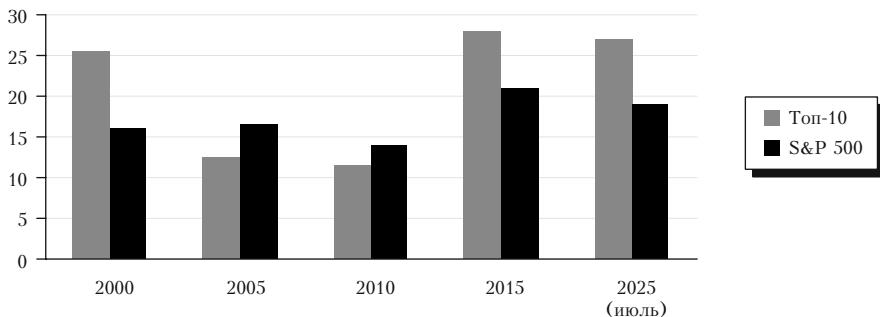
Об усилении глобальной неопределенности на финансовых рынках свидетельствует также повышенная настороженность инвесторов после декабря 2024 г. Крупные инвесторы для страхования возможных потерь почти $\frac{1}{3}$ своих активов держали в наличных средствах, что сопоставимо с показателями перед глобальным кризисом 2008–2009 гг.

Тем не менее после некоторых провалов на ведущих фондовых площадках рост котировок акций продолжился. Американские индексы в 2025 г. вновь находятся на рекордных отметках. Этот рост подогревается высокими ожиданиями относительно использования ИИ.

⁶ Выступление министра финансов С. Бессента на конференции ФРС США. 21.07.2025. <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sb0202>

Уровни переоцененности американского фондового рынка в настоящее время выше, чем наблюдавшиеся перед крахом доткомов в конце 1990-х годов (рис. 2).

Показатель цена/прибыль для топ-10 компаний и индекса S&P 500

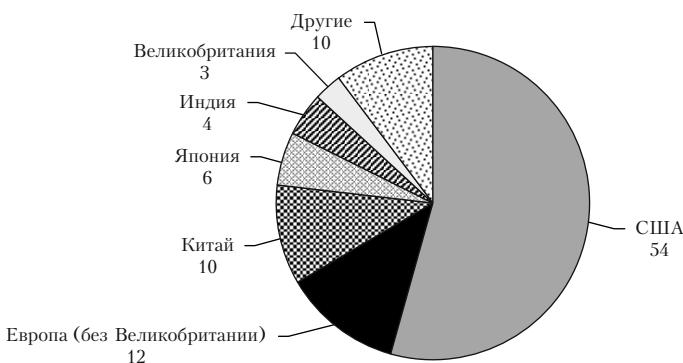


Источник: Apollo (<https://www.apolloacademy.com/ai-bubble-today-is-bigger-than-the-it-bubble-in-the-1990s/>).

Rus. 2

Американский фондовый рынок по-прежнему доминирует в мире: на него приходится более половины капитализации всех фондовых рынков (рис. 3), его доля в последние два года продолжает расти. При этом ВВП США за пять лет с 2020 г. увеличился менее чем на 20%, тогда как фондовый индекс технологических компаний NASDAQ за тот же период вырос в три раза.

Доля капитализации компаний стран, имеющих листинг на фондовых рынках, в мировой (на конец 2024 г., в %)



Источник: Всемирный банк.

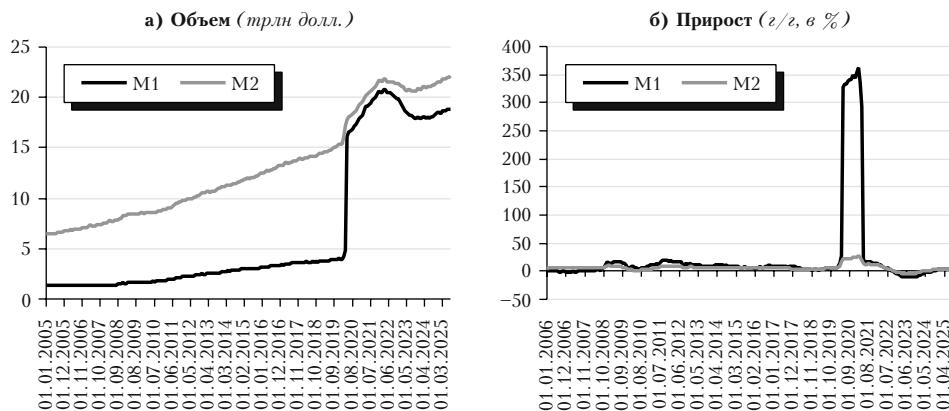
Rus. 3

На американском рынке доминируют акции 10 высокотехнологичных компаний, формируя 37% капитализации индекса S&P 500. Рост рынка в значительной мере подпитывается операциями по обратному выкупу своих акций компаниями (*buy-back*), что искусственно поддерживает стоимость акций. Причем, по ряду оценок, без таких

операций она была бы на 30% ниже текущих значений⁷. Ожидается, что в 2025 г. обратные покупки будут совершены на сумму выше 1 трлн долл. — максимальный объем за последние 25 лет (!). Означает ли это, что без таких масштабных мер поддержки фондовый рынок США уже не может обеспечивать свой устойчивый рост?

Раздутая стоимость акций нескольких крупных технологических компаний поддерживает не только индекс S&P 500, но и весь мировой фондовый рынок. Как мы отмечали раньше (см.: Ершов, 2024, 2005), динамика на фондовых и финансовых рынках в мире определяется несколькими американскими компаниями, роль которых далеко не бесспорна. При этом к таким перекосам и аномалиям рынок уже давно привык и научился извлекать из них выгоду. Более того, вследствие роста ликвидности в несколько раз в 2020 г. в США (рис. 4) в мировой финансовой системе обращается существенно больший объем денежных средств, который не был вовлечен в реальную экономику и не привел к ее соответствующему увеличению. Очевидно, что эту избыточную ликвидность необходимо абсорбировать для снижения давления на экономику и финансовую систему.

США: денежная масса M2 и денежный агрегат M1



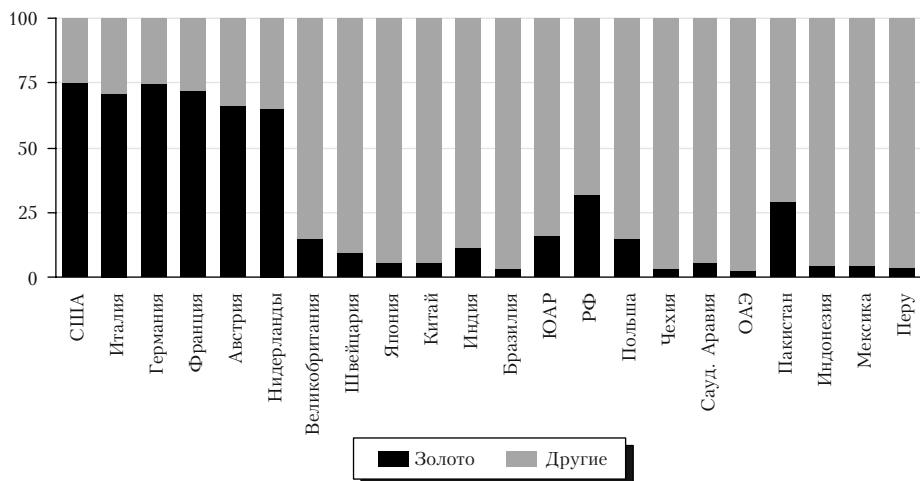
Источник: ФРС США.

Рис. 4

Одновременно продолжался рост цены на золото, которая достигла новых максимумов. Его активными покупателями были Китай и США. Наращивали свои вложения в золото и центральные банки развивающихся стран (рис. 5). Рост рыночного спроса на него был столь бурным, что периодически даже возникали перебои с поставками физического золота, отмечавшиеся на американской бирже COMEX. Центральный банк Англии, который считается вторым по объемам хранилищем золота в мире, в начале 2025 г. был даже вынужден кратко увеличить сроки его выдачи.

⁷ <https://realinvestmentadvice.com/resources/blog/corporate-stock-buybacks-do-they-affect-markets/>

Доля золота в международных резервах ряда развитых и развивающихся стран (на конец 2024 г., в %)



Источник: World Gold Council.

Рис. 5

В октябре 2025 г. цена золота резко упала: в течение одного дня было отмечено максимальное падение за последние 12 лет, превысившее 6%. При этом за последние пять лет она выросла почти в три раза. Отметим, что цена золота всегда характеризовалась волатильностью, но столь масштабное падение, как представляется, не только крайне редкое явление, но и может свидетельствовать о качественных изменениях его статуса и характера финансового рынка в целом.

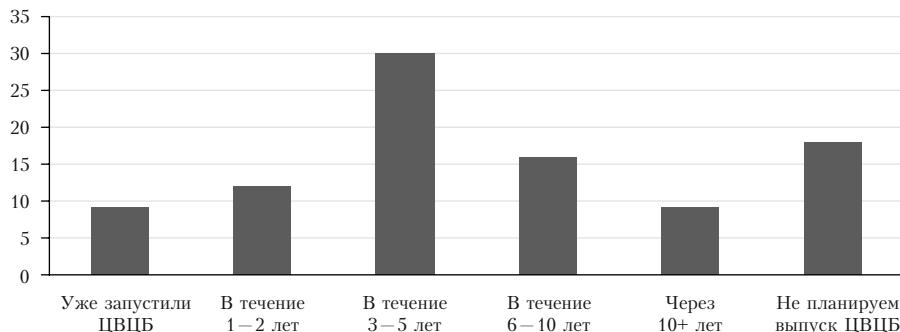
Все это вызывает много вопросов, особенно в условиях растущей неопределенности в мире. Не является ли столь резкое падение цены золота после масштабного роста индикатором более глубинных изменений в валютно-финансовой сфере? Не утрачивает ли оно присущий ему статус якоря стабильности и не превращается ли в инструмент для спекулятивных операций? Или наоборот: может быть, золото упрочивает собственные позиции, видоизменяя свою роль, и обостряется борьба за то, чтобы не дать ему оттянуть на себя ликвидность из других активов?

Цифровая специфика современности

Новые возможности, ставшие доступными благодаря технологическим инновациям, усиливают конкуренцию на валютном рынке. Очевидно, официальные власти все больше намерены извлечь из этого выгоду для укрепления своих глобальных позиций. Страны начинают применять различные подходы к использованию новых цифровых инструментов и к их регулированию. Все больше государств создают нормативную базу для рынка цифровых валют. В этот процесс вовлечены как развитые, так и развивающиеся страны, причем в последних проводятся более смелые эксперименты с криптоактивами. Ряд международных организаций пытаются объединить действия государств

в этой области и придать более системный и направленный характер неизбежным изменениям. Примечательно, что пока единий подход не выработан даже применительно к видам новых цифровых инструментов. Некоторые государства пытаются внедрить цифровые валюты центральных банков (ЦБЦБ) (рис. 6), другие делают упор на стейблкоины.

Периоды запуска ЦБЦБ в странах
(количество стран, конец 2024 г.)

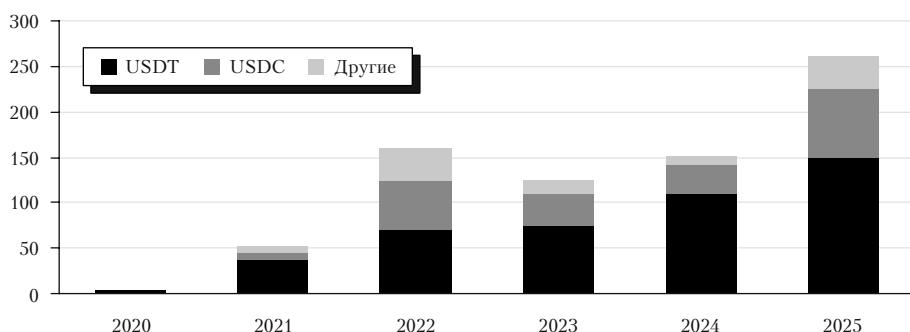


Источник: OMFIF 2024 Survey of central banks.

Рис. 6

Рынок стейблкоинов динамично растет (рис. 7), их все активнее применяют в трансграничных расчетах. Значительная часть стейблкоинов номинирована в долларах США: 99% по рыночной стоимости и почти 70% – по количеству активно используемых (см.: Aldasoro et al., 2025). Это открывает новые возможности для доллара и инструментов на его основе. Хотя объем рынка стейблкоинов на середину 2025 г. составлял менее 300 млрд долл., масштабы их применения увеличиваются, а взаимосвязи с традиционными финансовыми рынками расширяются.

Рыночная капитализация стейблкоинов (млрд долл.)



Источник: Citi Institute, 2025.

Рис. 7

Эксперты БМР (см.: Aldasoro et al., 2025) предупреждают, что хотя стейблкоины имеют сходство с рядом традиционных финансовых инструментов, они несут более серьезные риски. Стейблкоины «не соот-

ветствуют требованиям, предъявляемым к тому, чтобы быть основой денежной системы». Принцип «одинаковые риски — одинаковое регулирование» в случае со стейблкоинами не работает, требуются более индивидуальные подходы. По мнению экспертов БМР, токенизация станет следующим логическим шагом в эволюции всей системы денег и платежей. Создание централизованной базы данных о токенизованных депозитах центральных и коммерческих банков повысит эффективность финансовой архитектуры, формируя новые возможности (см.: Aldasoro et al., 2025).

Учитывая растущую популярность стейблкоинов на основе долларовых активов, США в 2025 г. приняли закон (GENIUS Act) о регулировании индустрии стейблкоинов. Понимая неизбежность изменений в денежной системе, США хотят их возглавить и сохранить доминирующую роль доллара на глобальных рынках. Транснациональные платежные корпорации (Visa и Mastercard) уже интегрируют стейблкоины в свои системы. Более того, США надеются, что стейблкоины помогут решить их проблемы с государственным долгом. Поскольку для обеспечения стейблкоинов требуется американские гособлигации, повышается спрос на доллары, а также на эти облигации, что снижает их доходность, облегчая нагрузку на госрасходы. Посредством упрочения позиций стейблкоинов на государственном уровне США стремятся привлечь новых участников рынка к использованию этих инструментов, что позволит укрепить роль доллара в глобальной финансовой архитектуре.

Усиливающиеся процессы регионализации способствуют расширению применения национальных валют в международных расчетах, что ведет к ослаблению роли доллара (см.: Подругина, Морозкина, 2025). Внешний спрос на американские казначейские облигации, которые являются важной составляющей международных резервов большинства стран, снижается. Доля иностранных владельцев казначейских облигаций США в целом сократилась с 48% в 2014 г. до 33% в 2024 г. (рис. 8).



Источник: U. S. Department of the Treasury (2025).

Рис. 8

За тот же период доля внешних официальных вложений в эти инструменты уменьшилась сильнее: почти в два раза — с 31,7 до 15,3% (см.: U. S. Department of the Treasury, 2025). Нельзя исключить и давление в виде ограничения или замораживания американских гособлигаций официальными властями США; как следствие, страны уменьшают свои вложения в них. Одновременно повышается роль американских акций для нерезидентов США. С одной стороны, это позволяет вынести риски обвала фондового рынка за пределы США, а с другой — иностранные инвесторы получают все больший контроль над американскими активами. Вот почему эта проблема регулируется в США как экономическими, так и стратегическими ведомствами.

В 2025 г. индекс доллара DXY в целом демонстрировал нисходящий тренд. Показательно, что даже в период существенного роста волатильности на финансовых рынках в апреле 2025 г. после объявления Трампом о повышении пошлин доллар не стал дорожать, хотя раньше в кризисных условиях он всегда укреплялся (причем даже если источником рисков были США). Это также отражает некоторое ослабление американского влияния в мире. В частности, исходя из этих соображений Трамп неоднократно высказывался о своем желании сохранить позиции доллара в торговле стран БРИКС.

Еще одним индикатором снижения американского влияния на глобальный финансовый рынок является то, что все большую роль начинают играть макроэкономические новости Китая, хотя раньше ключевыми были новости американских рынков и экономики США (см.: Gutierrez et al., 2025). Китай также стремится расширить применение своей национальной валюты в мире. Китайскую цифровую валюту ЦБ уже начали применять не только во внутренних операциях, но и для совершения международных трансакций. Рассматривается выпуск стейблкоинов на основе юаня. Учитывая, что в КНР криптовалюты запрещены, планировался выпуск стейблкоинов в Гонконге, где в 2025 г. была принята соответствующая нормативная база. Однако затем его отложили. С усилением антикитайской риторики со стороны США Гонконг стремится повысить свою роль финансового центра, прежде всего для стран Азиатского региона. С целью укрепить свои позиции в последнее время Китай и Гонконг активно наращивают покупки золота.

В Европе регулирование рынка стейблкоинов было введено в 2024 г., то есть раньше, чем в США, и оно более жесткое по ряду направлений. Европейские эксперты опасаются, что поскольку в основе рынка стейблкоинов лежит доллар, без принятия стратегических мер монетарный суверенитет и финансовая стабильность Европы могут быть подорваны⁸.

В отличие от ЦБЦБ, стейблкоины выпускают частные компании. Нельзя полностью исключать, что Трамп в настоящее время отдает предпочтение стейблкоинам и одновременно запрещает ФРС выпуск цифрового доллара, чтобы изменить баланс в финансовой системе

⁸ <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb.blog20250728~e6cb3cf8b5.en.html>

в пользу министерства финансов США, которое будет контролировать выпуск стейблкоинов. Это напоминает о фундаментальном противостоянии между финансовым и реальным секторами, то есть о борьбе за контроль над механизмами эмиссии и формирования денежных потоков в экономике США. Даже МВФ отмечает усиливающееся давление на центральные банки при принятии ими решений, в частности на ФРС США (см.: IMF, 2025).

По оценкам, в будущем все эти инструменты — ЦБЦБ, стейблкоины и разновидности банковских токенов — будут существовать, став основой новой модели финансовой системы. При этом, по мнению аналитиков Ситибанка, объемы применения банковских токенов к 2030 г. превысят объемы использования стейблкоинов (см.: Citi Institute, 2025).

На данном этапе возникают новые возможности для финансового доминирования, но одновременно появляются новые риски. Отметим, что цифровые финансовые ресурсы не создают принципиально новые инструменты, а лишь облекают в новую форму уже используемые. Кроме того, их регулирование различается по странам, что создает дополнительные возможности для участников рынка, но при этом усиливает риски его дестабилизации.

Ситуация осложняется тем, что на мировых финансовых рынках после глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. все больше доминирует теневой банковский сектор (*shadow banking*), который по-прежнему недостаточно регулируется. По оценкам БМР, глобальные финансовые рынки стали более взаимосвязанными, что облегчает распространение соответствующих финансовых условий в странах, в том числе крупнейших (см.: BIS, 2025). Поэтому в случае развития кризисных процессов они могут быстро охватить всех участников рынка.

Необходимо также учитывать, что уже не первый год на глобальных финансовых рынках отмечается нарушение сложившихся взаимосвязей (см.: Ершов, 2023). Появление новых инструментов может его усилить, что усложнит функционирование финансовых рынков. Новые цифровые валюты будут постепенно влиять на рынки традиционных инструментов, одновременно изменения их привычные взаимозависимости. Возникающие при этом новые риски вынуждают финансовых регуляторов разных стран находить оптимальный баланс, позволяющий максимизировать преимущества этих инструментов, одновременно смягчая их возможные негативные последствия.

В целом можно предположить, что речь идет о разобщенных попытках изменений на финансовых рынках, и каждая из них развивается в своем направлении. Однако в результате на деле может формироваться более управляемая система финансового рынка.

Российская экономика в новых условиях

Формирующиеся новые реалии на глобальных рынках создают рамки, в которых будет развиваться российская экономика. Прогнозы ее роста в 2025 г. оказались существенно ниже показателей 2023–2024 гг.: прирост ВВП, по разным оценкам, составит 0,5–1% против

более 4% в предыдущие два года (Банк России, 2025b; Министерство экономического развития РФ, 2025; Широр и др., 2025b). Важнейшим фактором торможения стало ужесточение денежно-кредитных условий в РФ. Во второй половине 2025 г. Банк России начал снижать ключевую ставку, но она все еще остается высокой. Отметим, что длительный период высоких ставок существенно усложнил бизнес-процессы и в целом затруднил решение проблем, с которыми сталкивается экономика. Теперь, как представляется, только снижением ставок исправить ситуацию будет непросто.

В ежегодных Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2026–2028 годы (далее – ОНЕГДКП) Банк России отмечает, что возможности нарастить предложение в ответ на увеличение спроса ограничены (см.: Банк России, 2025b). При этом напрямую не говорится, что высокий уровень процентных ставок сужает возможности наращивать производство и предложение в экономике. О важности этого свидетельствуют в том числе результаты последних опросов⁹, которые показывают, что даже небольшое снижение процентной ставки вызывает положительную реакцию бизнеса. Среди сложностей, которые ограничивают текущую деятельность, согласно опросу в ОНЕГДКП, российские компании назвали рост издержек. В последнем опросе РСПП во II кв. 2025 г. среди главных ограничителей деятельности компаний выделены недостаток оборотных средств, недоступность заемных финансовых ресурсов и снижение спроса на продукцию¹⁰.

При этом все факторы в обоих опросах (в ОНЕГДКП и РСПП) связаны с уровнем процентной ставки. Среди причин роста издержек важное место занимает увеличение расходов компаний на погашение дорогих банковских кредитов (стоимость которых из-за высоких ставок возросла). Отметим, что у значительной части компаний в РФ нет кредитов, но, как правило, они есть у более крупных, а также системообразующих компаний. Повышение издержек приводит к росту стоимости их продукции и услуг, что по цепочке транслируется в увеличение цен во всей экономике.

Несмотря на достигнутые успехи в ряде секторов после 2022 г., в частности в ИТ-отрасли, микроэлектронике, отдельных сегментах машиностроения, ряде направлений АПК и проч., к 2025 г. ситуация в целом усложнилась. По данным ЦБ РФ, среди крупнейших компаний количество проблемных возросло, возможны банкротства наиболее закредитованных (см.: Банк России, 2025a). В середине 2025 г. выплаты по процентам достигли $\frac{1}{3}$ прибыли компаний, что, по оценкам ЦМАКП, в 1,5 раза выше показателя в предыдущий кризисный период и больше объема инвестиций в машины и оборудование. В обрабатывающих гражданских производствах в 2025 г. выпуск продукции сократился сильнее, чем в кризис COVID-19 в 2020 г. (см.: ЦМАКП, 2025).

⁹ <https://www.kommersant.ru/doc/8043214>

¹⁰ <https://rspp.ru/activity/analytics/sostoyanie-rossiyskoy-ekonomiki-i-deyatelnost-kompaniy-rezul'taty-monitoringa-rspp-v-ii-kvartale-2025/>

Основным источником инвестиций для российских компаний в санкционных условиях и в отсутствие возможностей привлекать ресурсы на внешних рынках капитала остаются собственные средства. За последние 30 лет как в кризисные периоды, так и в благополучные годы банковский сектор не стал значимым источником финансирования инвестиций компаний реального сектора. Доля банковских кредитов в инвестициях, как правило, не превышала 10%.

Банк России отмечает, что «в первом полугодии 2025 года под влиянием жесткой денежно-кредитной политики разрыв между спросом и потенциальными возможностями производства начал постепенно закрываться» (Банк России, 2025б. С. 40). Однако, как указывает сам регулятор, это сокращение выражалось в замедлении роста потребительской и инвестиционной активности (Банк России, 2025б). В условиях, когда повышение конкурентоспособности российской экономики на мировых рынках становится все актуальнее, достижение низких темпов инфляции любыми путями (включая замедление инвестиционного спроса) выглядит небесспорным.

Высокие ставки привели к переходу от профицита ликвидности в банковском секторе к ее дефициту на финансовом рынке, что стало дополнительным фактором роста стоимости денег. Это произошло из-за размещения банками средств на депозиты постоянного действия в ЦБ РФ (см.: Банк России, 2025б). В таких условиях важно использовать механизмы денежной трансмиссии, которые позволяли бы направлять деньги со счетов коммерческих банков в ЦБ в реальную экономику.

В ОНЕГДКП приведены расчеты вклада повышения процентной ставки в рост инфляции и утверждается, что расходы на обслуживание долга нефинансовых компаний не превышают 5% себестоимости продаж. А в 2024 г. из-за увеличения процентной ставки максимальный прирост уровня цен мог составить 1,2 п. п. При этом отмечено, что «даже потенциальный перенос процентных расходов в цены — это краткосрочный эффект на уровень цен, а не на устойчивую инфляцию» (Банк России, 2025б. С. 130). Однако этот краткосрочный эффект, то есть краткосрочно высокая инфляция, приводит к увеличению уровня цен в экономике в целом. Дальнейшее замедление темпа инфляции накладывается на этот уже повышенный уровень. Напомним, однако, что цены более эластичны в сторону повышения, а не снижения. Поэтому их повышение, пусть и краткосрочное, фактически будет означать, что они будут сохраняться на этом более высоком уровне. Далее отката цен назад, вероятно, не произойдет, что в целом может вновь привести к повышению абсолютного уровня цен в экономике, снижая спрос на товары и усиливая инфляционные риски.

Банк России указывает, что «рисковый сценарий», который предполагает масштабный мировой финансовый кризис, сопоставимый с глобальным кризисом 2007–2009 гг., для России может дополниться усилением санкционного давления. Другими словами, финансовые условия в РФ будут более сложными, чем во многих странах. При этом Банк России предлагает не смягчать ДКП, как часто практикуется в подобной ситуации в мире, а ужесточать ее по сравнению с базовым

сценарием из-за вероятности более высокой инфляции в стране (см.: Банк России, 2025b). Такой подход представляется дискуссионным, тем более что в сценарии предполагается сокращение внешнего и внутреннего спроса. Как показывает мировая практика, в период кризиса регуляторы и денежные власти в целом стараются проводить более мягкую и поддерживающую политику для стабилизации ситуации, а ужесточение внутренних условий на финансовом рынке может привести к спаду в экономике.

В конце 2025 г. Минфин России заявил о планах повысить фискальную нагрузку и сократить поддержку значимых отраслей. Ведомство инициировало поправки в бюджет, которые предусматривают повышение НДС с 20 до 22%, снижение порога доходов по его уплате, сокращение поддержки отдельных важных стратегических направлений экономики, отмену льгот для малого бизнеса и др. Укажем, что, как правило, рост НДС будет стимулировать повышение цен. Кроме того, вырастут инфляционные ожидания. Это может создать условия для более длительного сохранения жесткой ДКП. Важно также учитывать, что повышение НДС в первую очередь ограничит возможности отраслей, которые производят продукцию с высокой добавленной стоимостью. В итоге станет сложнее наращивать выпуск научноемкой продукции. Учитывая, что российская экономика пока сохраняет сырьевую направленность, развивать производства с высокой добавленной стоимостью нужно для ее диверсификации. Однако повышение НДС этот процесс будет тормозить. Напомним, в частности, что Китай регулярно пересматривает ставку НДС и для стимулирования развития своей экономики снижает ее. Кроме того, для разных отраслей ставки НДС различаются в соответствии с приоритетами структурной политики.

Очевидно, что повышение НДС и в целом отмена ряда льгот и некоторых мер поддержки — следствие недостаточных доходов государственного бюджета. Бюджет РФ в ближайшие годы ожидается дефицитным, что требует дополнительных источников финансирования. Дефицит бюджета на 2025 г. был пересмотрен в сторону повышения и, по оценкам, достигнет 5,7 трлн руб., или 2,6% ВВП¹¹. Причем планируется, что финансирование дефицита будет осуществляться путем внутренних заимствований и без привлечения средств из ФНБ. В результате общий потенциальный объем ликвидности, который можно было бы использовать на развитие экономики, сократится. Помимо этого, возможности коммерческих банков финансировать экономику будут снижаться, так как их средства пойдут на покупку гособлигаций. При существенных масштабах их запланированной эмиссии банкам может не хватить ресурсов для приобретения инструментов госдолга.

Эффективной альтернативой могло бы стать участие ЦБ в покупке российских гособлигаций. О подобной возможности мы неоднократно писали (см.: Ершов, 2020, 2023, 2024). Актуальность таких подходов возрастает. Об этом говорят и исследования российских ученых (см.:

¹¹ Государственная Дума корректирует закон о бюджете на 2025 год и плановый период 2026–2027 годов. 15.10.2025. <http://duma.gov.ru/news/62246/>

Маевский, Малков, 2021). В условиях жестких внешних ограничений и потребностей в дополнительных расходах бюджета, в том числе в связи с возросшей геополитической напряженностью, механизм покупки национальных гособлигаций центральным банком может стать еще более действенным. Такая эмиссия позволила бы решить ряд важных задач при использовании бюджета как инструмента повышения эффективности в экономике. Параметры по этим облигациям могут устанавливаться с учетом обслуживания госдолга, что повысит сбалансированность бюджета и расширит возможности осуществления государственных расходов.

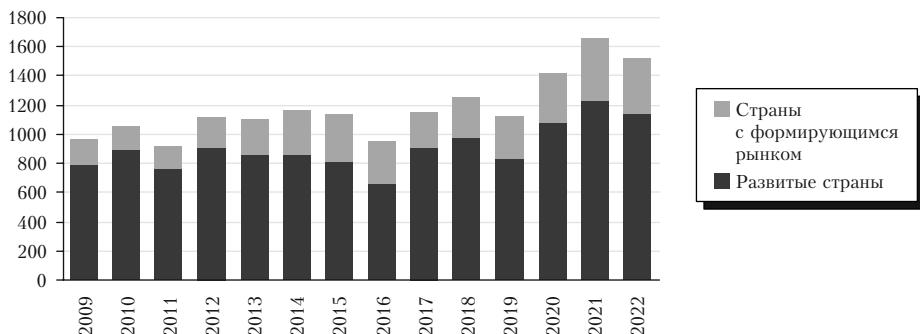
Справочно. В целом укажем, что создание нового ВВП должно финансироваться в принципе новыми деньгами, а не за счет перетока уже имеющихся ресурсов. Поэтому, когда центральные банки покупают свои национальные гособлигации, они проводят эмиссию национальной валюты и тем самым создают новые деньги для финансирования нового ВВП.

Когда коммерческие банки покупают ОФЗ, эти бумаги могут быть использованы для операций рефинансирования в ЦБ. Однако последние, как правило, носят краткосрочный характер. Конечно, данные бумаги можно последовательно использовать неоднократно, но при совершении таких операций нет ясности, какие ставки будут в следующем периоде, какой будет спрос, валютный курс и т. д. Другими словами, горизонт планирования будет очень коротким и малопредсказуемым, что повышает риски и издержки подобной операции. Когда же выпускаемая гособлигация имеет долгосрочный характер — например, 30–40 лет, как в США и в Японии, их минфин сразу получает долгосрочный ресурс, который попадает в экономику, а параметры средств заданы на весь период, существенно расширяя возможности финансирования долгосрочных проектов. Отметим, что Китай в рамках поддержки своей экономики в настоящее время начал выпускать гособлигации сроком до 50 лет.

Введение цифрового рубля, которое планируется в России в сентябре 2026 г., вероятно, может повысить эффективность рассматриваемых подходов, так как возрастет транспарентность подобных операций. Это, в свою очередь, будет способствовать снижению инфляционного влияния, поскольку средства, направленные в инвестиционные проекты, можно эффективно контролировать.

В условиях растущей неопределенности участие государства в развитии экономик активизируется. Это уже наблюдается даже в развитых странах (рис. 9), где отмечается расширение поддерживающей экономической политики и внедрение мер промышленной политики. Наиболее частой мотивацией такого вмешательства становится необходимость повысить конкурентоспособность стратегических отраслей на глобальных рынках. Причем такая поддержка имеет свою специфику. МВФ подчеркивает, что «страны все чаще стремятся перестроить свою экономику, ориентируя государственную поддержку на конкретные фирмы и секторы» (IMF, 2025. Р. 75). Западные страны планируют значимо нарастить свои военные расходы, что может стать важным драйвером роста их экономик, поскольку, как известно, такие расходы

**Глобальное использование промышленной политики
(число интервенций)**



Источник: IMF, 2025. Р. 76.

Рис. 9

имеют высокий мультипликатор, влияющий на развитие комплекса отраслей (см.: Baum, Lin, 1993; Sarasa-Flores et al., 2025).

В контексте новых подходов к решению задач в денежной сфере обращают на себя внимание разработки российских ученых, базирующиеся на долгосрочной взаимосвязи цен ряда сырьевых товаров и золота (см.: Рябухин и др., 2024). Это, вероятно, может сформировать качественные основы инструментов, пригодных для трансакций в международной валютно-финансовой системе, и будет способствовать выявлению новых точек опоры в ней, необходимых для повышения стабильности в экономике. Как показал опыт 2023–2024 гг., с опорой на внутренние источники российская экономика может расти на 3–4% в год (см.: Широв и др., 2025а). Однако высокие процентные ставки и высокие налоги такие возможности усложняют. Необходим поиск более эффективных альтернативных решений. Поэтому важно использовать инструменты финансовой политики, которые могут помочь решить задачи, стоящие перед российской экономикой в настоящее время.

Список литературы / References

- Банк России (2025а). Обзор финансовой стабильности. IV квартал 2024 – I квартал 2025 года. Москва. [Bank of Russia (2025a). *Financial stability review*. 2024 Q4–2025 Q1. Moscow.]
- Банк России (2025б). Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2026 год и период 2027 и 2028 годов. Москва. [Bank of Russia (2025b). *Monetary policy guidelines for 2026–2028*. Moscow. (In Russian).]
- Ершов М. В. (2005). Экономический суверенитет России в глобальной экономике. М.: Экономика. [Ershov M. V. (2005). *Russia's economic sovereignty in the global economy*. Moscow: Ekonomika. (In Russian).]
- Ершов М. В. (2020). Мир в 2020 г.: новые проблемы обнажают системные изменения в экономике // Вопросы экономики. № 12. С. 5–23. [Ershov M. V. (2020). The world in 2020: New challenges expose systemic changes in the economy. *Voprosy Ekonomiki*, No. 12, pp. 5–23. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2020-12-5-23>

- Ершов М. В. (2023). Мир и Россия в условиях трансформации: устойчиво ли восстановление экономик? // Вопросы экономики. № 12. С. 31–47. [Ershov M. V. (2023). The world and Russia in the environment of transformation: Is the economic recovery sustainable? *Voprosy Ekonomiki*, No. 12, pp. 31–47. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2023-12-31-47>
- Ершов М. В. (2024). Глобальные тенденции в мировой экономике и новые возможности для России // Вопросы экономики. № 12. С. 5–28. [Ershov M. V. (2024). Global trends in the world economy and new opportunities for Russia. *Voprosy Ekonomiki*, No. 12, pp. 5–28. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2024-12-5-28>
- Маевский В. И., Малков С. Ю. (2021). О долговом способе монетизации российской экономики // *Terra Economicus*. Т. 19, № 4. С. 21–35. [Mayevsky V. I., Malkov S. Y. (2021). On the debt method of monetization of the Russian economy. *Terra Economicus*, Vol. 19, No. 4, pp. 21–35. (In Russian).] <https://doi.org/10.18522/2073-6606-2021-19-4-21-35>
- Министерство экономического развития РФ (2025). Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2026 год и на плановый период 2027 и 2028 годов. Москва. [Ministry of Economic Development of the Russian Federation (2025). *Forecast of socioeconomic development of the Russian Federation for 2026 and for the planning period of 2027 and 2028*. Moscow. (In Russian).]
- Подругина А. В., Морозкина А. К. (2025). Дедолларизация мировой экономики: вчера было рано, а завтра будет поздно? // Вопросы экономики. № 11. С. 21–44. [Podrugina A. V., Morozkina A. K. (2025). De-dollarization of the global economy: Yesterday was too early, tomorrow will be too late? *Voprosy Ekonomiki*, No. 11, pp. 21–44. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2025-11-21-44>
- Рябухин С. Н., Минченков М. А., Водянова В. В., Заплетин М. П., Беленчук С. И., Борисова В. В. (2024). Индекс ценовой устойчивости как средство создания финансовых инструментов, обеспечивающих экономическую безопасность страны в условиях санкционных ограничений // Экономическая безопасность. Т. 7, № 11. С. 2731–2752. [Ryabukhin S. N., Minchenkov M. A., Vodyanova V. V., Zapletin M. P., Belenchuk S. I., Borisova V. V. (2024). The Price Stability Index as a means of creating financial instruments that ensure the country's economic security in the face of sanctions restrictions. *Ekonicheskaya Bezopasnost*, Vol. 7, No. 11, pp. 2731–2752. (In Russian).] <https://doi.org/10.18334/ecsec.7.11.122030>
- ЦМАКП (2025). Сравнение экономических шоков 2020, 2022 и 2024–2025 гг. с точки зрения последствий для производства и финансовой устойчивости компаний. М.: Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования. [CMASF (2025). *Comparison of economic shocks of 2020, 2022, and 2024–2025 in terms of their impact on production and financial sustainability of companies*. Moscow: Center for Macroeconomic Analysis and Short-Term Forecasting. (In Russian).] http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analitics/soln/20250915.pdf
- Ширев А. А., Гусев М. С., Некрасов Ф. О. (2025а). Природа инфляции в современной российской экономике и ее влияние на экономический рост // Проблемы прогнозирования. № 2. С. 5–19. [Shirov A. A., Gusev M. S., Nekrasov F. O. (2025a). The nature of inflation in the modern Russian economy and its impact on economic growth. *Problemy Prognozirovaniya*, No. 2, pp. 5–19. (In Russian).] <https://doi.org/10.47711/0868-6351-209-5-19>
- Ширев А., Гусев М., Устинов В., Ракоч Р. (2025б). Краткосрочный анализ динамики ВВП: октябрь 2025. М.: ИНП РАН. [Shirov A., Gusev M., Ustinov V., Rakoch R. (2025b). *Short-term analysis of GDP dynamics: October 2025*. Moscow: IEF RAS. (In Russian).]
- Aldasoro I., Aquilina M., Lewrick U., Lim S. H. (2025). Stablecoin growth – policy challenges and approaches. *BIS Bulletin*, No. 108. Basel: Bank for International Settlements.
- Baum N., Lin S. (1993). The differential effects on economic growth of government expenditures on education, welfare, and defence. *Journal of Economic Development*, Vol. 18, No. 1, pp. 175–185.

- BIS (2025). *Annual economic report 2025*. Basel: Bank for International Settlements.
- Citi Institute (2025). Stablecoins 2030. Web3 to Wall Street. *City Institute GPS*, September 25. <https://www.citigroup.com/global/insights/stablecoins-2030>
- de Guindos L. (2025). *Speech by Luis de Guindos, Vice-President of the ECB, at the Frankfurt Euro Finance Week, organised by the dfv Euro Finance Group*. November 17. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp251117-319ec8d663.en.html>
- Gutierrez C., Turen J., Vicondoa A. (2025). Global financial spillovers of Chinese macroeconomic surprises. *IMF Working Paper*, No. 2025/133. <https://doi.org/10.5089/9798229015240.001>
- IMF (2025). *World economic outlook: Global economy in flux, prospects remain dim*. Washington, DC: International Monetary Fund, October.
- Sarasa-Flores D., García Serrador A., Ulloa Ariza C. (2025). Buy guns or buy roses: EU defence spending fiscal multipliers. *SUERF Policy Brief*, No. 1209.
- U. S. Department of the Treasury (2025). *Foreign portfolio holdings of U.S. securities. As of June 28, 2024*. Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors of the Federal Reserve System.
-

A new model of the financial world is looming

Mikhail V. Ershov*, Anna S. Tanasova

Authors affiliation: Institute for Energy and Finance (Moscow, Russia).

*Corresponding author, email: lupandina@fief.ru

The global monetary and financial system is undergoing transformation, and new technologies are playing a significant role in this process, contributing to the development of digital currencies. New opportunities offered by these currencies are becoming an important tool for countries to strengthen their positions in the world, as the old relationships are fragmenting and new centers of power are emerging. At the same time, the increased level of geopolitical instability in the world, the excess liquidity in the global economy, the overheated stock markets in the United States, and closer interconnections of financial markets of different countries underscore the need to create alternative points of support. In Russia, monetary and fiscal approaches which are not flexible enough limit the possibilities to fully use domestic mechanisms of development. However, there are untapped mechanisms that could improve the conditions for businesses and contribute to economic growth.

Keywords: global monetary and financial system, digital currencies, central bank, monetary policy, government spending, taxes.

JEL: E44, E52, E62, F33.