

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Куликов Михаил Васильевич

ТРАНСФОРМАЦИЯ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ В ЦЕЛЯХ МИНИМИЗАЦИИ РИСКОВ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

5.2.4. Финансы

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Дубова Светлана Евгеньевна,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2026

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать ученые степени кандидата наук, ученые степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоится 1 октября 2026 г. в 10:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.107 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 51, корп. 1, аудитория 1001.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн. 100 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru.

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Лаврушин О.И., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Абрамова М.А., д.э.н., профессор;
ученый секретарь – Амосова Н.А., д.э.н., профессор;

члены диссертационного совета:

Вахрушев Д.С., д.э.н., профессор;
Господарчук Г.Г., д.э.н., доцент;
Дубова С.Е., д.э.н., профессор;
Евлахова Ю.С., д.э.н., профессор;
Кропин Ю.А., д.э.н., профессор;
Ларионова И.В., д.э.н., профессор;
Масленников В.В., д.э.н., профессор;
Рудакова О.С., д.э.н., профессор;
Халилова М.Х., д.э.н., профессор.

Автореферат диссертации разослан 24 июня 2026 г.

Ученый секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.107

Н.А. Амосова

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Повышение значимости финансового рынка во всем его многообразии при проведении государственной макроэкономической политики и при взаимодействии органов монетарного регулирования экономики с финансово-кредитными институтами указывает на необходимость обеспечения финансовой стабильности. Конечная цель государственной макроэкономической политики состоит в обеспечении сбалансированных темпов экономического роста, сопровождающихся устойчивостью покупательной способности национальной денежной единицы и естественным уровнем безработицы. Достижение указанной цели во многом обуславливается мерами монетарного регулирования экономики, особенно в условиях структурной трансформации российской экономики и деглобализации, фрагментации мировой экономики. Санкционная политика ряда недружественных государств спровоцировала глубокие изменения в национальной экономике, отразившиеся в том числе и на финансовой системе. В сложившихся обстоятельствах стремление выхода на траекторию устойчивого экономического роста лишь упрочняется и дополняется необходимостью достижения национального суверенитета во всех областях и реализации национальных целей развития, определенных Президентом Российской Федерации. В этой связи минимизация рисков финансовой стабильности и учет факторов финансовой стабильности и угроз для нее при принятии того или иного решения национальными регуляторами и органами государственной власти приобретают особую ценность.

В настоящее время политика Центрального банка Российской Федерации базируется на том, что обеспечение ценовой стабильности достигается посредством имплементации инструментария денежно-кредитной политики, а обеспечение финансовой стабильности – посредством применения инструментов пруденциальной политики. Однако важно подчеркнуть, что методы монетарного регулирования экономики также воздействуют на различные аспекты финансовой стабильности. В этой связи, в целях развития теоретико-методических положений о денежно-кредитной политике, ее согласованности с пруденциальным

регулируемым в контексте их взаимного влияния на финансовую стабильность автору представляется важным и актуальным рассмотреть вопросы трансформации монетарной политики. Так, в целях минимизации рисков финансовой стабильности соответствующая трансформация монетарной политики должна заключаться в повышении ее согласованности с пруденциальным регулированием, а также совершенствовании, изменении и расширении существующих и разработке новых инструментов монетарной политики.

Степень разработанности темы исследования. Вопросы развития финансовой стабильности, раскрытия подходов к ее определению и расширения ее факторов поднимаются в фундаментальных и прикладных исследованиях российских и зарубежных ученых-экономистов и практиков. Научные работы по рассматриваемой тематике указывают на динамичное развитие теоретико-методических подходов к изучению финансовой стабильности и углубление знаний в понимании онтологических особенностей исследуемой категории.

Научная разработанность проблематики подходов к определению и обеспечению финансовой стабильности, факторов, угроз и рисков финансовой стабильности обусловлена трудами зарубежных ученых Х. Баллюка (H. Ballouk), С. Бен Жабера (S. Ben Jabeur), К. Борио (C. Borio), М. Даса (M. Das), А. Де ла Конча (A. De la Concha), А. Крокетта (A. Crockett), Ф. Лоу (P. Lowe), С.О. де Мораеса (C.O. de Moraes), М. Миеса (M. Mies), Ф.С. Мишкина (F.S. Mishkin), С.М. Рейнхарта (C.M. Reinhart), Р.В. Фергюсона мл. (R.W. Ferguson, Jr.), А. Фламини (A. Flamini), С. Чаллиты (S. Challita), Дж. Чанта (J. Chant), Г. Шинаси (G. Schinasi) и российских исследователей Л.И. Абалкина, Е.В. Бекетова, Н.Г. Вовченко, А.Н. Войтеховича, А.П. Голубева, Ю.С. Евлаховой, И.Г. Кормилицыной, В.В. Марченко, А.В. Мошнова, А.В. Пенюгальной, Н.А. Станик, Н.В. Старикова, Е.Б. Федотовой, А.Г. Хабибулина и других.

Комплексное исследование денежно-кредитного регулирования и изучение частных теоретических и прикладных вопросов, касающихся предпосылок к применению конвенциональных и неконвенциональных инструментов монетарной политики и последствий их имплементации, прослеживаются в работах представителей Международного валютного фонда, зарубежных авторов Д. Алуи

(D. Aloï), Дж.П. Дуайера (G.P. Dwyer), В. Камате (V. Kamate), Г.С. Кортеса (G.S. Cortes), М. Стоуна (M. Stone), Н. Хаузенбергера (N. Hauzenberger), Т. Чжао (T. Zhou) и российских ученых М.И.О. Абдурахманова, М.А. Абрамовой, Н.В. Ващелюк, Л.И. Гончаренко, Е.Л. Горюнова, В.О. Грищенко, А.Г. Грязновой, С.М. Дробышевского, С.Е. Дубовой, Н.Н. Думной, Е.С. Зеленевой, Ю.А. Кропина, М.М. Кудиновой, А.Л. Кудрина, М.В. Леонова, Е.В. Маркиной, В.А. Мау, А.Н. Могилат, Н.И. Морозко, Е.М. Петриковой, П.В. Трунина, А.Б. Фиапшева, Б.М. Ческидова, А.М. Щербаковой и других.

Высокая значимость микро- и макропруденциальной политик, грамотного банковского регулирования и надзора, необходимых для повышения устойчивости финансового сектора и минимизации рисков, возникающих и периодически обостряющихся в финансовой системе, обстоятельно исследуется в трудах сотрудников Банка международных расчетов, Банка России, ученых Б. Писиколи (B. Pisicoli), а также О.В. Буклемишева, С.Е. Дубовой, И.В. Ларионовой, М.А. Лобановой, С.Р. Моисеева, Е.В. Травкиной, М.Ш. Мержо, Е.И. Мешковой, Е.В. Серяковой и других.

Проведенный анализ основных положений и результатов научных трудов отечественных и зарубежных авторов позволил прийти к выводу, что в научной среде по-прежнему остается нерешенным ряд вопросов, неразрывно связанных с монетарной политикой и обеспечением финансовой стабильности, несмотря на значительное количество опубликованных работ по исследуемой тематике. Наравне с этим позиции исследователей и их профессиональные суждения в рамках одного и того же вопроса могут различаться как в силу принадлежности к разным школам экономической мысли, так и по ряду других причин. В этой связи автору представляется очевидной необходимость развития теоретических аспектов в исследуемой области и решения вопросов, связанных с расширением факторов финансовой стабильности, формированием принципов обеспечения финансовой доступности, определением и классификацией неконвенциональных инструментов денежно-кредитной политики, уточнением их влияния на финансовую стабильность и направлениями трансформации монетарной политики в целях минимизации рисков финансовой стабильности.

Целью исследования выступает развитие теоретических положений о монетарной политике и ее взаимосвязи с финансовой стабильностью и разработка на этой основе предложений по совершенствованию монетарного регулирования с целью минимизации рисков финансовой стабильности. Для достижения указанной цели поставлены следующие **задачи**:

- уточнить понятия «финансовая стабильность» путем включения в него расширенного перечня факторов финансовой стабильности, «монетарный суверенитет» и «нестандартные инструменты монетарной политики»;
- дополнить классификацию нестандартных инструментов монетарной политики новыми признаками классификации;
- оценить влияние неконвенциональных инструментов монетарной политики на финансовую стабильность;
- разработать методику оценки взаимосвязи основного инструмента монетарной политики с показателями, отражающими уровень финансовой стабильности и воздействующими на него;
- разработать метод оценки уровня согласованности монетарной политики с пруденциальным регулированием и провести его апробацию;
- определить влияние инструментов монетарной политики на финансовую инклюзивность с дополнением принципов обеспечения финансовой доступности;
- разработать практические рекомендации по совершенствованию монетарной политики в целях минимизации рисков финансовой стабильности.

Объектом исследования является монетарная политика в контексте ее влияния на риски финансовой стабильности.

Предметом исследования выступает специфика трансформации монетарной политики в целях минимизации рисков финансовой стабильности.

Область исследования диссертации соответствует п. 32. «Денежно-кредитная политика в Российской Федерации и за рубежом. Критерии и методы повышения эффективности денежно-кредитной политики» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Научная новизна исследования состоит в расширении теоретико-методических представлений о потенциале монетарной политики с

точки зрения реализации ее основной цели при одновременном позитивном влиянии на финансовую стабильность и разработке на этой основе практических рекомендаций, направленных на совершенствование монетарного регулирования с учетом рисков финансовой стабильности.

Положения, выносимые на защиту:

1) Уточнены понятия: а) финансовой стабильности, содержание которого раскрывается через совокупность дополненных факторов: устойчивость национальной платежной системы, технологический, финансовый и монетарный суверенитеты, – значимых для повышения надежности расчетно-платежной инфраструктуры, обеспечения финансовой безопасности страны, укрепления национальных финансово-кредитных институтов и повышения действенности инструментов монетарного регулирования (С. 30-35); б) монетарного суверенитета, в отличие от известных ориентирующее на необходимость достижения баланса внутреннего спроса и предложения финансовых ресурсов без увеличения рисков финансовой стабильности (С. 32-34); в) нестандартных инструментов монетарной политики, в отличие от известных относящее к нестандартным инструменты, не закрепленные на законодательном уровне в перечне инструментов и не отнесенные регулятором к списку стандартных (С. 52).

2) Дополнена классификация нестандартных инструментов монетарной политики новыми признаками классификации и видами: а) по форме воздействия на спрос и предложение денег – денежными и неденежными; б) по степени регулярности операций центрального банка – регулярными и нерегулярными; в) по характеру влияния на рыночный механизм функционирования экономики – искажающими рыночный механизм и нейтральными по отношению к нему (С. 52-54).

3) Уточнено влияние нетрадиционных инструментов монетарной политики на финансовую стабильность с оценкой негативного влияния политики количественного смягчения на финансовую стабильность в зарубежных государствах с развитыми финансовыми рынками (С. 46-50), на основании чего предложен подход к имплементации нестандартных инструментов монетарной политики, в том числе адаптации позитивного зарубежного опыта неконвенционального монетарного регулирования экономики для

Российской Федерации в целях повышения уровня финансовой стабильности (С. 136-137).

4) Предложена методика оценки взаимосвязи ключевой ставки с показателями, отражающими уровень финансовой стабильности и воздействующими на него, в рамках которой разработан обобщающий показатель, включающий в себя учет: а) степени сонаправленности изменений двух показателей, б) степени равенства средних значений темпов прироста исследуемых показателей, в) степени сопоставимости дисперсий рассматриваемых показателей, позволяющий оценивать степень указанной взаимосвязи; обоснована необходимость национальным регуляторам на постоянной основе актуализировать расчеты для оценки указанной взаимосвязи в целях принятия взвешенных решений по темпам изменения ключевой ставки (С. 79-85).

5) Разработан метод оценки общего уровня согласованности монетарной политики с пруденциальным регулированием, включающий в себя учет решений национальных регуляторов по изменению важнейших параметров пруденциального регулирования: требований к минимальному капиталу, антициклического буфера капитала, буфера на поддержание достаточности капитала и нормативов достаточности капитала финансово-кредитных институтов (с учетом весовых коэффициентов риска), позволяющий регулятору своевременно учитывать возможности и угрозы для монетарной политики от изменения условий макро- и микропруденциального регулирования и наоборот (С. 92-99); обоснована необходимость повышения уровня согласованности между пруденциальным регулированием и монетарной политикой и ее поддержания на высоком уровне для роста финансовой стабильности на основе анализа показателей финансовой стабильности, финансовой эффективности и ряда макроэкономических показателей (С. 121-126).

б) Выявлено разнонаправленное влияние инструментов монетарной политики на финансовую инклюзивность (С. 111-112); дополнены принципы обеспечения финансовой доступности в контексте исключения ее негативного влияния на реализацию целей монетарной политики: а) принципом сбалансированности, под которым предложено понимать обеспечение сбалансированного доступа к финансовым продуктам, исключая излишнюю

финансовую инклюзивность и дополнительные риски финансовой стабильности; б) принципом согласованности, предполагающим согласование политики по обеспечению финансовой доступности с целями проводимой государственной финансовой и монетарной политики (С. 109-111).

7) В целях минимизации рисков финансовой стабильности разработаны практические рекомендации по совершенствованию монетарной политики, предполагающие изменение и расширение действующих инструментов монетарного регулирования экономики, таких как операции РЕПО Банка России, своп-линии между национальными регуляторами, норматив обязательного резервирования, и предложения по управлению активами, составляющими международные резервы Российской Федерации, и разработке механизма компенсации Банком России дополнительных расходов бюджетов бюджетной системы Российской Федерации (С. 131-138).

Теоретическая значимость работы состоит в систематизации, расширении и углублении научных знаний в сфере монетарного регулирования и финансовой стабильности. В исследовании автором уточнены определения терминологических дефиниций «монетарный суверенитет», «нестандартные инструменты монетарной политики» и «финансовая стабильность», расширен перечень факторов финансовой стабильности, дополнены признаки классификации неконвенциональных инструментов денежно-кредитного регулирования и сформулирован ряд принципов обеспечения финансовой доступности, следование которым позволит минимизировать риски финансовой стабильности. Представленные в работе теоретические положения и методические рекомендации дополняют существующие научные достижения в исследуемой области и могут послужить импульсом для развития новых направлений в изучении монетарной политики в контексте ее согласованности с другими видами макроэкономической политики и влияния на риски финансовой стабильности.

Практическая значимость работы заключается в возможности органов денежно-кредитного регулирования экономики качественно совершенствовать проводимую монетарную политику в части повышения и сохранения на высоком уровне финансовой стабильности. Предложения автора по имплементации нестандартных инструментов денежно-кредитной политики, оказывающих

влияние на финансовую стабильность, будут способствовать эффективному применению соответствующих инструментов в Российской Федерации, в том числе во исполнение национальных целей развития. Разработанная автором методика оценки взаимосвязи ключевой ставки как основного инструмента монетарной политики Банка России с показателями, отражающими уровень финансовой стабильности и воздействующими на него, позволит органам денежно-кредитного регулирования проводить более взвешенную монетарную политику, а также выявлять показатели, на которые изменения ключевой ставки влияют не столь результативно. Разработанный метод оценки общего уровня согласованности монетарной политики с пруденциальным регулированием позволит национальным регуляторам определить степень сонаправленности проводимых политик и своевременно учитывать возможности и угрозы для одной политики при изменении параметров другой. Реализация предложенных автором мер по совершенствованию инструментария монетарной политики Банка России будет способствовать благоприятной трансформации монетарной политики в целях минимизации рисков финансовой стабильности.

Методология и методы исследования. Методологическая база исследования на теоретическом уровне сформирована на основе ключевых положений диалектического метода научного познания и использования методов анализа, синтеза, обобщения, сравнения, алгоритмизации, а также табличных и графических способов визуализации данных. Методологической основой для проведения эмпирического анализа служит применение методов ковариационного, корреляционного и однофакторного дисперсионного анализа, двухвыборочного F-теста для дисперсий, а также построение модели с фиксированными эффектами для панельных данных. Обработка статистических данных и необходимые расчеты для получения достоверных результатов осуществлялись в программной среде Microsoft Excel и при помощи языка программирования R.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность результатов исследования подтверждается использованием репрезентативных статистических данных с глубокими временными рядами из общедоступных источников, применением научных методов познания, анализом научных достижений, опубликованных российскими и

зарубежными авторами в общепризнанных научных изданиях, обращением к действующим нормативным правовым актам Российской Федерации и изучением информационно-аналитических материалов, представленных национальными статистическими службами, финансовыми институтами, органами монетарного регулирования экономики и международными институтами, в том числе Всемирным банком, Банком международных расчетов, Международным валютным фондом, Базельским комитетом по банковскому надзору, Банком России, Московской биржей, Федеральной службой государственной статистики Российской Федерации.

Основные достижения и результаты исследования апробированы на следующих научных мероприятиях: на Международной научно-практической конференции «Трансформация финансовых рынков и банков: финансирование приоритетных направлений экономического развития» (Москва, Финансовый университет, 1 марта 2024 г.), на Круглом столе «Прикладное решение фундаментальных проблем науки о банках, деньгах и финансовых рынках в исследованиях студентов и аспирантов» (Москва, Финансовый университет, 14 марта 2025 г.), на V Международной научно-практической конференции «Социально-экономическая траектория развития России: категорический императив бытия во времени и пространстве» (г. Тверь, Тверской государственный университет, 5-6 декабря 2025 г.), на XV Международной научно-практической конференции «Глобальные тренды экономики и бизнеса в эпоху цифровизации» (Санкт-Петербург, Финансовый университет, Санкт-Петербургский филиал, 2-10 декабря 2025 г.), на Межвузовской научно-практической конференции «Новая архитектура взаимодействия банковского и реального секторов экономики в контексте национальных приоритетов 2030» (Москва, Финансовый университет, 27 января 2026 г.), на Научно-практической межвузовской конференции «Актуальные вопросы современной денежно-кредитной политики» (Москва, Финансовый университет, 30 марта 2026 г.).

Материалы диссертации используются в практической деятельности АО «ТБанк». В частности, выявленные в исследовании факторы финансовой стабильности дополнили существующий в банке перечень факторов, учитываемых при анализе состояния финансовой среды в рамках составления бизнес-плана.

Результаты оценки технологической независимости и устойчивости национальной платежной системы включены в модельный расчет транзакционного дохода от операций розничных клиентов и дохода Т-Банка от операций на рынке межбанковского кредитования. Предложенный в диссертации подход к оценке степени взаимосвязи ключевой ставки с показателями финансовой стабильности используется при анализе и прогнозировании динамики розничного и корпоративного кредитования. В соответствии с классификационными признаками неконвенциональных инструментов монетарного регулирования, разработанных автором, в Т-Банке осуществляется оценка применения соответствующих инструментов на динамику корпоративного и межбанковского кредитования при построении модели стратегического планирования. Полученные в диссертации выводы из анализа влияния нестандартных инструментов денежно-кредитной политики на финансовую стабильность используются в моделях прогнозирования операционного дохода по кредитным и дебетовым картам. Выявленные в исследовании результаты анализа влияния инструментов монетарной политики на финансовую инклюзивность используются при планировании чистого комиссионного дохода по операциям розничных и корпоративных инвесторов с ценными бумагами на фондовой бирже. Результаты исследования способствуют повышению качества тактического и стратегического финансового планирования.

Материалы диссертации используются Кафедрой банковского дела и монетарного регулирования Финансового факультета ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебной дисциплины «Финансовые и денежно-кредитные методы регулирования экономики».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения и результаты диссертации отражены в 7 публикациях общим объемом 7,65 п.л. (авторский объем – 6,95 п.л.), опубликованных в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации обусловлены целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка

литературы из 148 наименований и 3 приложений. Текст диссертации изложен на 182 страницах, содержит 21 таблицу, 18 рисунков и 6 формул.

II Основное содержание работы

В соответствии с целью и задачами исследования определены шесть групп вопросов.

Первая группа вопросов связана с исследованием актуальных теоретических подходов к определению и интерпретации финансовой стабильности как самостоятельной категории с последующим уточнением данной терминологической дефиниции посредством включения в нее дополненных факторов.

Анализ фундаментальных и современных научных исследований отечественных и зарубежных авторов позволил удостовериться в том, что в настоящее время не существует единой позиции относительно определения терминологической дефиниции «финансовая стабильность». Значительная часть исследователей склоняется к рассмотрению финансовой стабильности через призму финансового рынка и финансовой системы, обосновывая необходимость качественного выполнения присущих им функций. Ряд ученых, определяя финансовую стабильность, указывают на необходимость обеспечения монетарной стабильности, естественного уровня занятости, невысокого уровня государственного долга и других условий, тем самым рассматривая финансовую стабильность в более широком смысле. Представители российской школы экономической мысли оперируют понятием не «стабильность», а «равновесное развитие», в связи с чем в целях обеспечения финансово-экономической устойчивости политика государства должна соблюдать баланс и равновесие в сфере внешней торговли, в отраслевой структуре, в валютных расчетах.

Изучение представленных в современной науке трактовок финансовой стабильности позволило выделить следующие факторы финансовой стабильности: безбарьерный доступ к финансовым ресурсам, надежное функционирование институтов и сегментов рынка, составляющих финансовую систему, монетарная стабильность, отсутствие существенной информационной асимметрии,

способствующей возникновению шоков на финансовом рынке, способность финансового рынка абсорбировать риски и шоки, устойчивая динамика цен и индексов на фондовом рынке, прогнозируемость финансовых рисков, невысокие спреды процентных ставок в экономике, устойчивость реального сектора экономики. Однако современные вызовы и нарастающие угрозы в области экономики и финансов не позволяют однозначно утверждать, что представленный перечень факторов финансовой стабильности является завершённым.

В этой связи предлагается дополнить перечень факторов финансовой стабильности такими факторами, как устойчивость национальной платежной системы, технологический суверенитет, финансовый суверенитет и монетарный суверенитет. Выделение соответствующих факторов во многом обуславливается санкционной политикой ряда недружественных стран в отношении российского государства.

Определяя важность разработки и поддержания качественной платежной системы, стоит подчеркнуть, что нарушение платежной инфраструктуры и невыполнение платежных требований фактически нарушает обращение финансовых ресурсов в экономике, особенно в случае наличия высокой доли безналичных платежей. Невозможность проведения расчетов между участниками финансового рынка, между корпорациями и контрагентами гарантированно будет подрывать финансовую стабильность, в связи с чем необходимо обеспечить высокий уровень надежности платежной инфраструктуры.

Включение технологического суверенитета в перечень факторов финансовой стабильности обуславливается тем, что в условиях динамичного развития информационных технологий значительная часть операций в финансовой сфере осуществляется в цифровой среде, включая межбанковские операции и операции Банка России по предоставлению и абсорбированию ликвидности. Скорость проведения операций регулятора во взаимодействии с кредитными организациями влияет на качество и действенность применяемых инструментов денежно-кредитной политики. При этом увеличение скорости проведения операций может быть обеспечено внедрением новых технологий, защищенных от экзогенных рисков и в особенности от внешнего неблагоприятного воздействия. В этой связи разработки собственных технологий в цифровой среде позволяют быть

уверенными в качественном проведении операций на денежном рынке, внутренних платежей и бесперебойной работе необходимой финансовой инфраструктуры.

В условиях тесной международной кооперации и развития внешнеторговых отношений прослеживается необходимость исключить возможности ограничения транзакций и доступа к трансграничной платежной инфраструктуре и повышать роль национальной валюты в достижении экономической независимости. Исходя из этого органы государственной власти должны быть нацелены на обеспечение финансового суверенитета, позволяющего самостоятельно принимать взвешенные решения в области финансово-экономической политики и в значительной степени ограничить национальную экономику от экзогенных рисков. Функциональной основой финансового суверенитета выступает монетарный суверенитет, исключающий потерю контроля над национальной монетарной политикой. При этом монетарный суверенитет следует определять как результат монетарного развития, при котором внутренний спрос на финансовые ресурсы в полной мере может быть обеспечен внутренним предложением финансовых ресурсов без увеличения рисков финансовой стабильности.

В результате, дополненный перечень факторов финансовой стабильности позволяет уточнить определение исследуемой категории: финансовая стабильность есть состояние устойчивости, характеризующееся качественным функционированием участников финансовой системы и финансового рынка, его способностью абсорбировать негативные шоки, ценовой стабильностью, отсутствием кризиса в реальном секторе экономики, надежностью национальной платежной системы, технологической независимостью, финансовым и монетарным суверенитетами.

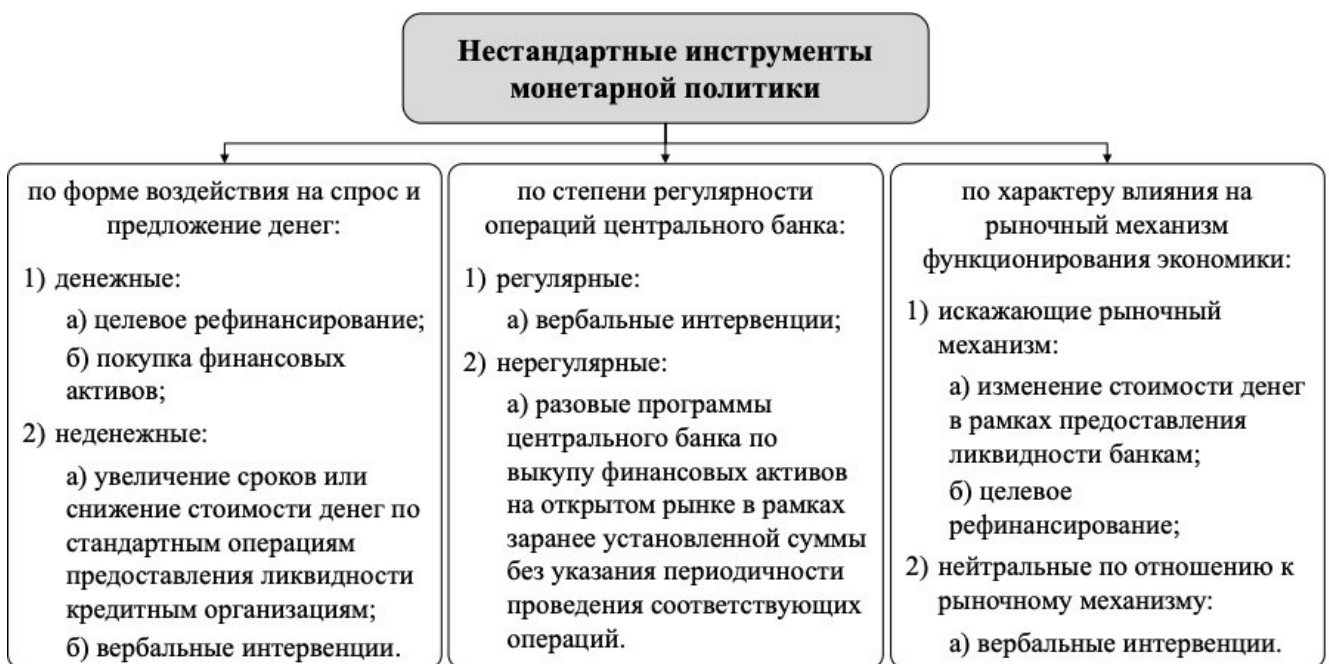
Вторая группа вопросов посвящена изучению применяемых в современной практике органами монетарного регулирования экономики стандартных и нестандартных инструментов денежно-кредитной политики и оценке их влияния на финансовую стабильность.

В целях достижения основных целей и задач денежно-кредитной политики национальные регуляторы применяют целый комплекс инструментов. Анализ современной литературы, нормативных правовых актов и практики мировых регуляторов позволил определить, что к традиционным инструментам относятся

нормативы обязательного резервирования, депозитные и кредитные операции центрального банка, операции на открытом рынке и ряд других.

Исходя из того, что объектами научных исследований в области денежно-кредитной политики в последнее время все чаще становятся нестандартные инструменты монетарного регулирования, в диссертации в целях развития современной теории нетрадиционного денежно-кредитного регулирования уточнено, что неконвенциональным инструментом монетарной политики является инструмент, который не закреплен на законодательном уровне в перечне инструментов и не отнесен регулятором к списку стандартных инструментов.

По итогам изучения научных трудов, в которых авторами предпринимались попытки классифицировать нетипичные инструменты монетарной политики, предложено добавить три новых признака классификации неконвенциональных инструментов, представленных на рисунке 1, с определением их видов. Разработка новых классификационных признаков позволяет углубить и систематизировать теоретические представления о неконвенциональном монетарном регулировании и заслуживает внимания национальных регуляторов.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Классификация нестандартных инструментов монетарной политики

Одним из основных нестандартных инструментов монетарной политики, применяемых, в основном, национальными регуляторами зарубежных государств с

развитым финансовым рынком, является покупка финансовых активов органами монетарного регулирования в рамках политики количественного смягчения. Проведенная оценка влияния имплементации данного инструмента монетарной политики на финансово-экономические показатели некоторых стран с развитым финансовым рынком позволила выявить негативные эффекты, заключающиеся в ускоренном росте денежной массы, влекущем за собой всплеск инфляции, в образовании «финансовых пузырей» на фондовом рынке посредством искусственного поддержания спроса на активы, а также в наращивании государственного долга, обостряющего риск долгового кризиса. Результаты проведенной оценки представлены в таблице 1. Анализ полученных результатов позволил выявить, что в период реализации масштабных программ по выкупу финансовых активов со стороны национальных регуляторов в рамках преодоления последствий мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. динамика исследуемых показателей, в основном, превышала аналогичную динамику в предыдущие годы, тем самым создавая риски финансовой стабильности.

Таблица 1 – Результаты оценки динамики макроэкономических показателей зарубежных государств с 1993 г.

В процентных пунктах

Страна	Прирост M2		Прирост индекса широкого рынка		Прирост государственного долга	
	1993 г. - 2007 г.	2008 г. - 2023 г.	1993 г. - 2007 г.	2008 г. - 2023 г.	1993 г. - 2007 г.	2008 г. - 2022 г.
США	118,1	388,3	217,3	720,8	-1,6	61,5
Великобритания	222,2	283,4	110,5	50,3	4,5	46,5
Франция	146,6	341,4	160,9	107,0	18,3	43,0
Япония	44,1	100,8	-25,9	90,7	95,5	83,2
Германия	191,9	343,2	317,3	478,7	64,2	0,4
Примечания 1 Прирост M2 есть прирост между относительными показателями, выраженными в процентах, где за 100% принято значение на 31 января 1993 года. 2 Прирост индекса широкого рынка есть прирост между относительными показателями, выраженными в процентах, где за 100% принято значение на 1 сентября 1993 года. 3 Прирост государственного долга есть прирост между процентным соотношением государственного долга к ВВП						

Источник: составлено автором по материалам: Макроэкономика / Cbonds : официальный сайт. – Санкт-Петербург. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://cbonds.ru/macroeconomics/> (дата обращения: 16.11.2024). – Текст : электронный.

Третья группа вопросов предусматривает проведение анализа каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России и оценки влияния ключевой ставки на показатели, отражающие уровень финансовой стабильности и воздействующие на него.

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Центрального банка Российской Федерации определяет опосредованное воздействие основного инструмента монетарной политики на ценовую стабильность, осуществляемое через несколько каналов, основным из которых выступает процентный. Такое опосредованное воздействие предполагает, что, несмотря на то что ценовая стабильность заявляется национальным регулятором в качестве основной цели монетарного регулирования, под влиянием ключевой ставки в рамках трансмиссионного механизма находятся различные показатели, отражающие уровень финансовой стабильности и воздействующие на него. В целях проведения комплексной оценки взаимосвязи таких показателей с уровнем ключевой ставки в диссертационном исследовании предложена методика, подразумевающая расчет обобщающего показателя согласно формуле (1)

$$I_{\beta} = k_1 \times corr_{\alpha,\beta} + k_2 \times PV.ANOVA_{\alpha,\beta} + k_3 \times PV.F_{\alpha,\beta}, \quad (1)$$

где I – значение обобщающего показателя;

β – показатель, отражающий уровень финансовой стабильности и воздействующий на него, с которым сравнивается ключевая ставка;

k – коэффициенты, принимающие значения от 0 до 1;

$corr$ – коэффициент корреляции между показателями α и β ;

α – ключевая ставка;

$PV.ANOVA$ – p-value однофакторного дисперсионного анализа;

$PV.F$ – p-value двухвыборочного F-теста для дисперсий.

В результате проведения соответствующей оценки на основе формулы (1) для ряда показателей, отражающих уровень финансовой стабильности и воздействующих на него, за период с января 2014 г. по июль 2024 г. (для темпов прироста кредитования – за период с января 2019 г. по июль 2024 г.) были выявлены

показатели с наибольшей и наименьшей зависимостью от динамики ключевой ставки. В таблице 2 представлены результаты расчетов, где для коэффициентов были установлены следующие значения: $k_1 = 0,4$, $k_2 = 0,3$, $k_3 = 0,3$.

Таблица 2 – Результаты оценки взаимосвязи ключевой ставки с показателями, отражающими уровень финансовой стабильности и воздействующими на него

Показатель	Обобщающий показатель	Место в рейтинге наиболее зависимых от ключевой ставки показателей финансовой стабильности
Темп прироста кредитования физических лиц	0,5082	1
Доходность государственных облигаций со сроком погашения 10 лет	0,4883	2
Ставки по кредитам для нефинансовых организаций на срок свыше 1 года	0,4682	3
Российский рубль / Доллар США	0,3385	4
Ставки по кредитам для физических лиц на срок свыше 1 года	0,3355	5
Индекс Мосбиржи	0,2241	6
Темп прироста кредитования нефинансовых организаций и индивидуальных предпринимателей	0,1242	7
Кредитный гэп	0,1047	8

Источник: составлено автором.

Таким образом, расчет обобщающего показателя позволяет оценить степень взаимосвязи между ключевой ставкой и показателями, отражающими уровень финансовой стабильности и воздействующими на него, и на этой основе принимать взвешенные решения по темпам изменения ключевой ставки. В этой связи у регулятора возникает необходимость на постоянной основе актуализировать расчеты в рамках соответствующей оценки.

Четвертая группа вопросов посвящена оценке согласованности монетарной политики с пруденциальным регулированием и ее влиянию в процессе достижения финансовой стабильности.

Важной особенностью единой экономической политики государства является обеспечение согласованности и взаимодополняемости между всеми видами экономической политики. В результате проведенного анализа зарубежного

опыта применения инструментария денежно-кредитной политики во взаимодействии с пруденциальным регулированием было выявлено, что действия регулятора в рамках каждой из рассмотренных политик могут не соответствовать друг другу: общая направленность на смягчение монетарной политики может сопровождаться принятием мер по ужесточению условий кредитования для кредитных организаций и заемщиков через призму пруденциального регулирования. Однако при стремлении регулятора воздействовать на темпы роста кредитования в целом необходимо совместно использовать инструменты как денежно-кредитного, так и пруденциального характера, тем самым обеспечивая их общую согласованность. В целях проведения соответствующей оценки в диссертации был разработан метод, предполагающий расчет интегрального показателя, позволяющего установить в процентном соотношении степень согласованности мер монетарного и пруденциального характера. Расчет интегрального показателя проводится согласно формулам (2)-(4)

$$I = \left(d_y \times \frac{Y_{\text{пп,дкп}}}{Y_{\text{пп}}} + d_c \times \frac{C_{\text{пп,дкп}}}{C_{\text{пп}}} \right) \times 100\%, \quad (2)$$

$$d_y = \frac{Y_{\text{пп}}}{Y_{\text{пп}} + C_{\text{пп}}}, \quad (3)$$

$$d_c = \frac{C_{\text{пп}}}{Y_{\text{пп}} + C_{\text{пп}}}, \quad (4)$$

где I – интегральный показатель согласованности монетарной и пруденциальной политики;

d_y – доля случаев ужесточения пруденциальной политики от общего количества случаев ужесточения или смягчения пруденциальной политики;

$Y_{\text{пп,дкп}}$ – количество случаев одновременного ужесточения пруденциальной политики и монетарной политики (с временным лагом +/- 2 месяца);

$Y_{\text{пп}}$ – общее количество случаев ужесточения пруденциальной политики;

d_c – доля случаев смягчения пруденциальной политики от общего количества случаев ужесточения или смягчения пруденциальной политики;

$C_{\text{пп,дкп}}$ – количество случаев одновременного смягчения пруденциальной политики и монетарной политики (с временным лагом +/- 2 месяца);

S_{III} – общее количество случаев смягчения пруденциальной политики.

Разработанный метод оценки уровня согласованности позволяет регулятору своевременно учитывать возможности и угрозы для денежно-кредитной политики от изменения условий пруденциального регулирования и наоборот. В целях определения влияния уровня согласованности между монетарной политикой и пруденциальным регулированием на финансовую стабильность в исследовании была проведена балльная оценка для 15 государств для групп показателей финансовой стабильности и финансовой эффективности, в соответствии с классификацией Всемирного банка, и для ряда макроэкономических показателей, отражающих уровень финансовой стабильности. На основе проведенных расчетов для анализа влияния указанной согласованности на динамику соответствующих групп показателей, отражающих уровень финансовой стабильности, были рассчитаны:

а) отношение суммы баллов (по группам показателей) семи стран с наиболее высоким уровнем согласованности к остальным восьми странам (далее – ОСВ);

б) отношение суммы баллов (по группам показателей) стран с ростом уровня согласованности мер монетарного и пруденциального характера в период с 2015 по 2021 гг. относительно периода с 2005 по 2014 гг. к странам, у которых соответствующий уровень согласованности снизился или остался неизменным (далее – ОРС).

Для целей проведения оценки финансовой стабильности между группами государств, классифицируемыми по таким признакам, как развитость экономики и финансового рынка и валовый национальный доход на душу населения, также были рассчитаны:

а) отношение суммы баллов (по группам показателей) стран с развитой экономикой к странам с развивающейся экономикой и с развивающимся финансовым рынком (далее – ОФР);

б) отношение суммы баллов (по группам показателей) стран с высоким уровнем валового национального дохода на душу населения к странам, чей валовый национальный доход на душу населения выше или ниже среднего (далее – ОДН).

Результаты проведенных расчетов представлены в таблице 3.

Таблица 3 – Результаты рассчитанных показателей в периоды до 2014 г. и после 2015 г.

Показатель	Группа показателей финансовой стабильности		Группа показателей финансовой эффективности		Группа макроэкономических показателей	
	Период до 2014 г.	Период с 2015 г.	Период до 2014 г.	Период с 2015 г.	Период до 2014 г.	Период с 2015 г.
ОСВ	1,07	1,31	0,87	0,81	1,11	1,03
ОРС	0,99	1,18	0,76	0,78	0,97	0,83
ОФР	0,51	0,64	0,73	0,53	0,30	0,41
ОДН	0,73	0,94	0,87	0,59	0,43	0,46

Источник: составлено автором на основе данных Всемирного банка.

Анализ полученных результатов показал, что в части стран с более высоким уровнем согласованности мер монетарного и пруденциального характера показатели финансовой стабильности и макроэкономические показатели, отражающие уровень финансовой стабильности, выше, чем в другой части стран с более низким уровнем согласованности. При этом динамика показателей указывает на то, что сам факт повышения уровня согласованности между органами денежно-кредитного и пруденциального регулирования способствует улучшению показателей не только из группы показателей финансовой стабильности, но и из группы показателей финансовой эффективности. Отсюда следует заключить, что повышение и поддержание высокого уровня указанной согласованности способствует росту финансовой стабильности.

Пятая группа вопросов связана с исследованием финансовой доступности и финансовой инклюзивности и определением их значимости при достижении целей по обеспечению финансовой стабильности.

Анализ современной научной литературы и материалов международных организаций позволил установить прямую взаимосвязь между рассматриваемыми категориями, указывая на то, что широкий доступ к финансовым продуктам и услугам снижает барьеры для их использования конечным потребителям, тем самым позволяя последним быть более вовлеченными в финансовую среду.

Изучение опыта реализации государственной программы, направленной на всеобщее расширение доступности жилья путем установления безадресных

льготных условий ипотечного кредитования, позволило подтвердить гипотезу, согласно которой излишний доступ к финансовым продуктам и избыточная финансовая инклюзивность порождают дополнительные риски финансовой стабильности: стремительное увеличение стоимости жилой недвижимости, вследствие чего снижается доступность жилья, рост инфляции и инфляционных ожиданий населения, повышение волатильности акций крупнейших застройщиков и цен на недвижимость в качестве инвестиционного актива, рост расходов федерального бюджета на возмещение кредиторам недополученных доходов.

В целях минимизации рисков финансовой стабильности в диссертации разработаны принципы обеспечения финансовой доступности: принцип сбалансированности и принцип согласованности. Принцип сбалансированности указывает на необходимость обеспечения сбалансированного доступа к финансовым продуктам, не приводящего к избыточной финансовой инклюзивности и не порождающего дополнительные риски финансовой стабильности. Согласно принципу согласованности политика по обеспечению финансовой доступности должна быть согласована с целями проводимой государственной финансовой и денежно-кредитной политиками.

Анализ динамики ключевой ставки во взаимосвязи с динамикой операций частных инвесторов и их количества на фондовом рынке позволил определить, что меры монетарного регулирования экономики способны как придать импульс росту финансовой инклюзивности, так и ограничить включенность физических лиц в развитие российского фондового рынка.

Шестая группа вопросов посвящена обоснованию предложений по совершенствованию, изменению и расширению имеющихся у Банка России инструментов монетарного регулирования, а также разработке новых инструментов.

В целях выявления возможностей имплементации зарубежного опыта денежно-кредитного регулирования в части повышения уровня финансовой стабильности в научной работе было осуществлено построение модели с фиксированными эффектами, результаты которой позволили отметить гетерогенность монетарной политики в контексте ее влияния на финансовую стабильность. Отсюда вытекает необходимость учета специфики национальной

экономики и финансовой системы во всем ее многообразии при проведении денежно-кредитной политики.

На основе анализа современных вызовов в финансовой системе предложен комплекс мер, направленный на трансформацию монетарной политики Банка России в целях минимизации рисков финансовой стабильности. Предложенный комплекс мер заключается во включении в инструментарий денежно-кредитной политики Банка России операций РЕПО в валютах дружественных государств, в расширении своп-линии между Банком России и национальными регуляторами зарубежных государств, в расширении перечня активов, составляющих международные резервы Российской Федерации, в повышении уровня согласованности пруденциального регулирования с монетарной политикой, в разработке механизма компенсации Банком России дополнительных расходов бюджетов бюджетной системы Российской Федерации, вызванных высоким уровнем ключевой ставки, во включении в перечень ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения Банком России при проведении операций РЕПО, долевых и долговых ценных бумаг корпораций, обеспечивающих функционирование критически важной инфраструктуры национальной платежной системы и занимающихся инновационными разработками, обеспечивающими технологический суверенитет, в имплементации нестандартных инструментов монетарной политики, направленных на стимулирование кредитования компаний, обеспечивающих функционирование критически важной инфраструктуры национальной платежной системы и занимающихся инновационными разработками, обеспечивающими технологический суверенитет, в увеличении норматива обязательного резервирования для кредитных организаций с высоким уровнем концентрации иммобилизованных активов.

III Заключение

В результате проведенного исследования достигнута поставленная цель – усовершенствованы теоретические положения о монетарной политике и ее взаимосвязи с финансовой стабильностью и разработаны предложения по совершенствованию монетарного регулирования с целью минимизации рисков

финансовой стабильности. Достигнутые результаты исследования и разработанные в диссертации предложения по трансформации монетарного регулирования должны способствовать в том числе:

– дальнейшему развитию онтологического, гносеологического и аксиологического фундамента основных теоретических категорий, ставших объектом рассмотрения исследования;

– развитию теоретических аспектов неконвенционального монетарного регулирования;

– качественному развитию методики оценки влияния монетарных методов регулирования экономики на показатели, отражающие уровень финансовой стабильности и воздействующие на него;

– расширению методов оценки согласованности монетарной политики с пруденциальным регулированием в целях повышения уровня финансовой стабильности;

– расширению комплекса инструментов монетарной политики, способствующих росту финансовой стабильности.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,
определенных ВАК при Минобрнауки России:*

1. Куликов, М.В. Развитие краудинвестинга как альтернативной формы финансирования субъектов малого и среднего предпринимательства: зарубежный опыт и российская практика / К.В. Глухов, М.В. Куликов // Вестник университета. – 2022. – № 6. – С. 169-179. – ISSN 1816-4277.

2. Куликов, М.В. Влияние монетарных методов регулирования экономики на справедливое ценообразование акций на российском фондовом рынке / М.В. Куликов // Вестник университета. – 2023. – № 3. – С. 160-168. – ISSN 1816-4277.

3. Куликов, М.В. Нестандартные инструменты денежно-кредитной политики: макроэкономические эффекты и влияние на финансовую стабильность / М.В. Куликов // Банковское дело. – 2024. – № 4. – С. 48-55. – ISSN 2071-4904.

4. Куликов, М.В. Оценка согласованности пруденциального регулирования с денежно-кредитной политикой / М.В. Куликов // Научно-практический, теоретический журнал «Экономика и управление: проблемы, решения». – 2025. – № 1. Том 1. – С. 149-155. – ISSN 2227-3891.

5. Куликов, М.В. Финансовая доступность и финансовая инклюзивность как факторы обеспечения финансовой стабильности / М.В. Куликов // Банковское дело. – 2025. – № 5. – С. 38-46. – ISSN 2071-4904.

6. Куликов, М.В. Согласованность монетарной политики с пруденциальным регулированием: влияние на финансовую стабильность / М.В. Куликов // Банковское дело. – 2025. – № 12. – С. 56-65. – ISSN 2071-4904.

7. Куликов, М.В. Совершенствование монетарного регулирования в России в контексте его влияния на финансовую стабильность / М.В. Куликов // Банковское дело. – 2026. – № 4. – С. 30-37. – ISSN 2071-4904.