

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

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Дубова Светлана Евгеньевна,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2026

Оглавление

Введение	4
Глава 1 Теоретические основы политики центрального банка в контексте ее влияния в процессе достижения целей по обеспечению финансовой стабильности	16
1.1 Онтологическое содержание и фундаментальные особенности подходов к обеспечению финансовой стабильности.....	16
1.2 Основные элементы монетарной политики, стандартные и нестандартные инструменты ее реализации и их влияние на финансовую стабильность	35
1.3 Идентификация рисков финансовой стабильности при реализации целей микро- и макропруденциальной политик	55
Глава 2 Эмпирические аспекты анализа монетарной и пруденциальной политик в контексте обеспечения финансовой стабильности	68
2.1 Оценка финансовой стабильности через трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в Российской Федерации	68
2.2 Оценка уровня согласованности между монетарной и пруденциальной политиками на основе зарубежного опыта в целях достижения финансовой стабильности	86
2.3 Необходимые условия и потенциальные ограничения развития финансовой доступности и финансовой инклюзивности в целях обеспечения финансовой стабильности	100
Глава 3 Основные направления трансформации монетарной политики в целях минимизации рисков финансовой стабильности	114
3.1 Повышение финансовой стабильности посредством согласованности монетарной политики с пруденциальным регулированием	114

3.2 Предложения и практические рекомендации по совершенствованию инструментов и методов монетарной политики в контексте обеспечения финансовой стабильности	127
Заключение	141
Список литературы	147
Приложение А Описательная статистика индекса Мосбиржи и акций ПАО «ГК» Самолет», ПАО «ИНГРАД», ПАО «ПИК СЗ».....	169
Приложение Б Описательная статистика показателей для оценки финансовой стабильности.....	170
Приложение В Описательная статистика модели с фиксированными эффектами	173

Введение

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 [5]. 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 регулированием 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. Научная база, посвященная вопросам развития финансовой стабильности, подходов к ее определению и расширению ее факторов, включает в себя исследования отечественных 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. Пенюгаловой, 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. Дуайер (G.P. Dwyer), В. Камате (V. Kamate), Г.С. Кортес (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. Зеленовой, 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 на финансовом рынке, 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.

Анализ и систематизация результатов научных исследований отечественных и зарубежных авторов позволили заключить, что ряд вопросов, неразрывно связанных с монетарной политикой и обеспечением финансовой стабильности, несмотря на значительное количество работ по исследуемой тематике, по-прежнему остается нерешенным. 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.

Цель и задачи исследования. 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 которого 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, исключающего 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 денежно-кредитной 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 актуальных статистических данных с глубокими временными рядами из открытых источников, применением научных методов познания, анализом научных достижений, опубликованных отечественными и

зарубежными авторами в общепризнанных научных изданиях, обращением к действующим нормативным правовым актам Российской Федерации и изучением информации, представленной национальными статистическими службами, финансовыми институтами, органами монетарного регулирования экономики и международными институтами, в том числе Международным валютным фондом, Всемирным банком, Банком международных расчетов, Базельским комитетом по банковскому надзору, Центральным банком Российской Федерации, 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 исследования 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.

Глава 1

Теоретические основы политики центрального банка в контексте ее влияния в процессе достижения целей по обеспечению финансовой стабильности

1.1 Онтологическое содержание и фундаментальные особенности подходов к обеспечению финансовой стабильности

Финансовая стабильность как терминологическая дефиниция в научной среде и экспертном сообществе не имеет единой трактовки и однозначной интерпретации. Многие исследователи связывают финансовую стабильность с функционированием финансового рынка, финансовой системы и непрерывным выполнением присущих им функций. Рассмотрение финансовой стабильности через призму финансового рынка и финансовой системы опосредует необходимость определения соотношения между данными категориями. Под финансовым рынком следует понимать сферу экономических обменов денежными ресурсами, где уравнивание спроса и предложения на такие ресурсы при заключении сделок формирует цену денежных ресурсов [19]. При этом финансовая система есть понятие более обширное, подразумевающее совокупность сфер и звеньев финансовых отношений, финансовых рынков, институтов и учреждений, специализирующихся на ведении своей деятельности на финансовых рынках, а также правил, по которым действуют участники финансового рынка [13]. Отсюда следует, что финансовый рынок выступает в качестве составного элемента финансовой системы. В этой связи, в контексте исследования финансовой стабильности в привязке к функционированию финансового рынка, финансовая стабильность предполагает устойчивость цен на финансовые активы на достаточно продолжительном горизонте времени. Согласно такому подходу динамика развития фондового рынка для всех его

участников и заинтересованных сторон весьма прогнозируема, а отклонения цен на финансовые активы от его среднего значения за предшествующие периоды невелики и носят несистематический характер. Предполагается, что на фондовом рынке отмечается невысокая волатильность финансовых активов, вложения в которые весьма привлекательны для инвесторов с точки зрения соотношения риска и доходности. Подобные вложения ввиду стабильности самого финансового рынка характеризуются гарантированной возвратностью и прибыльностью.

Согласно рассмотренному подходу финансовую стабильность и нестабильность определяет J. Chant. Так, под финансовой нестабильностью исследователь понимает сложившиеся на финансовом рынке условия, которые препятствуют развитию экономики из-за их неблагоприятного воздействия на финансовую систему [89]. В таких условиях домохозяйства, предприятия и органы государственной власти сталкиваются с ограниченным доступом к финансовым ресурсам из-за неэффективности перераспределительной и аллокативной функций финансового рынка, в связи с чем нарушается работа отдельных финансовых учреждений и сужаются возможности финансирования отраслей экономики.

Andrew Crockett в своих работах «The theory and practice of financial stability» и «Why is financial stability a goal of public policy?» также рассматривает финансовую стабильность через призму финансовых рынков. Так, автор обозначает финансовую стабильность как бесперебойное функционирование институтов и рынков, составляющих финансовую систему [91; 92]. Поддержание стабильности на финансовых рынках ученый определяет как одну из приоритетных задач финансовых учреждений, поскольку отсутствие такой стабильности будет создавать разрушительную неопределенность, которая потенциально может привести к нерациональному использованию финансовых ресурсов и нежеланию заключать контракты на фондовом рынке на приобретение или продажу финансовых активов или производных финансовых инструментов. В то же время исследователь

разделяет финансовую стабильность и денежно-кредитную стабильность, понимая под последней стабильность общего уровня цен в экономике, то есть отсутствие инфляции и дефляции. Но весьма очевидно, что эти два явления дополняют друг друга и стабильность в одной сфере способствует достижению стабильности в другой.

В аналогичном разрезе финансовую стабильность определяет другой зарубежный ученый-экономист R.W. Ferguson, Jr. Наиболее правильным, с точки зрения исследователя, представляется дать определение финансовой стабильности, определив ее противоположность – финансовую нестабильность. Такая нестабильность представляет собой сбои на финансовом рынке, приводящие к ухудшению экономических показателей, отражающих состояние реального сектора экономики [99]. В подобных условиях цены на финансовые активы могут резко и в течение длительного промежутка времени отклоняться от своих фундаментальных значений, что негативно отразится в том числе и на возможностях кредитования корпораций ввиду непрогнозируемой и стохастичной динамики фондового рынка.

Некоторые зарубежные ученые увязывают финансовую стабильность со степенью асимметрии информации на финансовом рынке. Так, F.S. Mishkin в своем научном труде рассматривает влияние асимметрии информации на финансовый рынок, указывая, что такая асимметрия присутствует всегда. Например, потенциальный заемщик всегда будет обладать гораздо большей информацией о своих перспективных доходах и расходах в рамках реализации инвестиционных проектов, нежели кредитор, планирующий выдать ему ссуду. В результате это приводит к двум основным проблемам на финансовом рынке: неблагоприятный отбор и моральный риск. Но финансовая нестабильность наступает тогда, когда финансовые шоки смешиваются с информационными потоками таким образом, что финансовый рынок оказывается больше не в состоянии эффективно выполнять свою функцию по перераспределению финансовых ресурсов [108]. Автор при этом отмечает, что если финансовая нестабильность достигает высокого уровня, то это может привести к

практически полному нарушению функционирования финансового рынка и возникновению финансового кризиса.

Развернутое определение финансовой стабильности было предложено G. Schinasi [112]. Ученый выделил три ключевые функции финансовой системы, которые должны одновременно выполняться, чтобы сложилась финансовая стабильность:

а) эффективное и непрерывное межвременное распределение ресурсов от владельцев сбережений к инвесторам;

б) приемлемая точность оценки финансовых рисков и хорошая управляемость над ними;

в) абсорбирование финансовой системой финансовых и реальных экономических шоков.

Таким образом, в представлении G. Schinasi финансовая стабильность может быть обеспечена путем эффективного функционирования финансовой системы.

В современных исследованиях зарубежных ученых понятие «финансовая стабильность» также раскрывается через призму системных финансовых рисков. Так, M. Mies для измерения финансовой стабильности обращается к системным рискам, под которыми в своей работе понимает риски нарушения финансовой системы, имеющие серьезные негативные последствия для внутреннего рынка и реальной экономики [107]. При этом на основе анализа панельных данных европейских банков за период с 2002 по 2018 гг. автор приходит к выводу, что непрозрачность банковского сектора и низкое качество предоставляемой ими отчетности вносят существенный вклад в снижение уровня финансовой стабильности, в связи с чем устанавливаемые регуляторные нормы к формам отчетности и практика их применения имеют центральное значение для укрепления финансовой стабильности. Такой системный подход к финансовой стабильности оправдан особенностями финансовой системы. В рамках современной финансовой системы финансовые институты сильно взаимосвязаны между собой и обращаются

друг к другу с целью проведения платежей, оказания клиринговых услуг, осуществления операций с ценными бумагами и по ряду других причин [94]. Поэтому хорошо известно, что такая взаимосвязь часто выходит за рамки межбанковских рисков. G. Nałaj и другие ученые отмечают, что при наличии шоков окажутся затронуты многие институты финансового сектора: банки, страховые компании, инвестиционные фонды, – а также компании из нефинансового сектора [101]. В этой связи финансовая система представляет собой сложную систему. Проявление рисков финансовой системы, как отмечают M. Das и H. Ordal, сказывается в том числе и на нарушении трансграничных потоков капитала, объемы которых в прошлом, в период глобализации экономики, заметно увеличивались. В подобном случае можно наблюдать инфляцию цен на внутренние активы, «кредитные бумы» и ряд других финансовых излишеств, которые ставят под угрозу финансовую стабильность [93]. Ряд таких финансовых излишеств или дисбалансов раскрывают в своей работе Pierre-Richard Agénor и Alessandro Flamini. Ученые в качестве последних отмечают значительные и устойчивые отклонения цен на финансовые активы от их долгосрочного тренда, продолжительный рост объемов кредитования, чрезмерные спреды процентных ставок и т.д. [83]. Все это негативным образом влияет на финансовый рынок и способствует росту волатильности ценных бумаг на фондовой бирже. При этом, как справедливо замечают ученые из Бразилии С.О. de Moraes и Á. Costa, чрезмерный рост кредитной активности как риск финансовой стабильности часто и наиболее ярко материализуется в системных банковских кризисах. Результаты их исследования показывают, что влияние темпов роста кредитования на финансовую стабильность можно охарактеризовать как нелинейное, в связи с чем само по себе увеличение кредита минимизирует финансовые риски, однако излишний рост кредитования может нанести ущерб финансовой стабильности [95].

Стоит подчеркнуть, что темпы роста кредитования и связанные с ними показатели часто выступают в качестве критериев, определяющих уровень

финансовой стабильности. Основоположниками такого подхода выступают G.L. Kaminsky и С.М. Reinhart, изложившие в своей работе мысль о том, что финансовым кризисам, как правило, предшествует быстрое расширение объемов кредитования, порождающее турбулентность в банковском секторе [103]. Примечательно, что в своем научном труде авторы также указывают на то, что банковский кризис порождает нестабильность на валютном рынке, а валютный кризис углубляет банковский, образуя таким образом порочную спираль, движение по которой дестабилизирует финансовую систему в целом. В этой связи регуляторам стоит на постоянной основе осуществлять мониторинг показателей за кредитованности всех секторов экономики, чтобы не допускать чрезмерного роста объема выданных кредитов. Таким индикатором, позволяющим оценить темпы роста кредитования с точки зрения их влияния на финансовую стабильность, является кредитный разрыв или кредитный гэп. Кредитный разрыв определяется как разница между текущим отношением кредита к ВВП и его долгосрочным трендом. В научной литературе отмечается, что этот показатель выступает одним из наиболее достоверных опережающих индикаторов предупреждения финансовой нестабильности [84; 88].

С. Borio и Р. Lowe продолжили исследовать значение кредитного разрыва для финансовой стабильности, обосновав в своей работе кредитный гэп в качестве лучшего показателя раннего предупреждения банковских кризисов [87]. Впоследствии на протяжении нескольких лет этот вывод подтверждался исследованиями целого ряда зарубежных ученых, нацеленных на проверку эффективности различных показателей в качестве критериев определения банковских кризисов [97; 100]. Стоит также отметить, что к аналогичному выводу пришли исследователи и из Центрального банка Российской Федерации [96].

В российском научном сообществе финансовая стабильность, как правило, определяется также с позиции устойчивости финансовой системы. Примечательно, что зачастую исследователи отмечают негативные проявления

несовершенства финансовой системы в реальном секторе. Так, Кормилицына И.Г. характеризует финансовую стабильность как состояние финансовой системы, при котором она не только с высокой эффективностью выполняет присущие ей ключевые функции, но и абсорбирует эндогенно или экзогенно возникающие шоки, не нанося при этом ущерба реальному сектору национальной экономики [47]. При этом автор, анализируя определения финансовой нестабильности, сформулированные зарубежными учеными, финансистами и экономистами, приходит к выводу, что такого рода нестабильность сопровождается существенным риском ухудшения показателей реального сектора экономики, возникающим в результате чрезмерной волатильности финансовых активов на фондовом рынке и/или неспособности кредитных организаций и других финансовых корпораций своевременно и в полном объеме погашать взятые на себя обязательства.

Станик Н.А. под хрупкостью финансовой системы понимает состояние финансовой системы, при котором наблюдается ее неэластичность по отношению к негативным внешним шокам, в результате чего система переходит в состояние финансовой дестабилизации [25]. В таких условиях у финансовой системы, как правило, отсутствует «запас прочности», или он слишком мал ввиду высокой концентрации различного рода рисков.

Схожее определение финансовой стабильности дает Мошнов А.В. В своей научной работе под финансовой стабильностью автор понимает состояние устойчивости страны при возникновении шоков, а также сохранение непрерывного и результативного действия единого экономического механизма [70]. С точки зрения автора, важность поддержания финансовой стабильности определяется ее ролью в снижении издержек для субъектов экономики, предотвращении дисбалансов на финансовом рынке и обеспечении домохозяйств необходимыми товарами и услугами.

Через призму сбережений и инвестиций финансовую стабильность рассматривают Вовченко Н.Г. и Евлахова Ю.С. Так, финансово стабильной системой в их понимании представляется такая система, в которой шоки,

возникающие и распространяющиеся внутри финансовой системы из-за эндогенных или экзогенных причинно-следственных факторов, существенным образом не изменяют оптимальную структуру сбережений и планов по реализации инвестиционных проектов государства и частных предпринимателей [35].

В работе Бекетова Е.В. приводится широкое определение финансовой стабильности, под которой понимают общественное благо, заключающееся в способности финансовой системы облегчать и улучшать экономические процессы, управлять финансовыми рисками, эффективно их перераспределять между различными субъектами экономики, а также абсорбировать негативные шоковые воздействия на экономику [32]. При этом такое благо является общественным потому, что им может воспользоваться каждый финансовый институт.

Вместе с тем, отечественные ученые также рассматривают финансовую стабильность с точки зрения ее влияния на экономический рост. В таком случае финансовая стабильность определяется как одно из важных условий надлежащего функционирования экономической системы государства, нацеленной на экономический рост [65].

В современной науке понятие финансовой стабильности, рассматриваемое на микроуровне, часто относится к корпоративному сектору. В этом контексте объектами изучения для исследователей выступают вопросы ликвидности, платежеспособности, структуры капитала и др. [42; 44; 46; 80]. Авторы указывают на необходимость регулярного мониторинга финансово-хозяйственной деятельности предприятий с целью своевременного выявления рисков финансовой устойчивости, их устранения и предотвращения. В условиях отсутствия финансовой устойчивости собственникам и менеджменту корпораций не представляется возможным разрабатывать инвестиционную политику на средне- и долгосрочную перспективу, тем самым ограничивая потенциал своего развития. Отсюда следует, что корпорациям необходимо повышать свою финансовую

устойчивость и поддерживать финансовую стабильность на достаточно высоком уровне.

Стоит отметить, что некоторые исследователи рассматривают финансовую стабильность в более широком смысле. Так, М. Фут указывает, что финансовая стабильность присутствует в том случае, если можно наблюдать:

- а) денежную стабильность;
- б) уровень занятости, находящийся в естественных пределах для текущего экономического состояния государства;
- в) уверенность в функционировании ключевых финансовых институтов и рынков;
- г) отсутствие существенной изменчивости цен на реальные или финансовые активы [82].

Таким образом, среди множества финансово-экономических показателей ученый выделяет четыре ключевых аспекта, присущих финансовой стабильности. Примечательно, что М. Фут, определяя финансовую стабильность, указывает на необходимость достижения монетарной стабильности, указывая тем самым на различие данных понятий, с одной стороны, и на их взаимодополняемость – с другой стороны. Действительно, как уже было рассмотрено ранее, в научной литературе монетарная и финансовая стабильности рассматриваются как отдельные терминологические дефиниции, однако невозможно отрицать их взаимозависимость. Монетарная стабильность, под которой понимается внутренняя и внешняя стабильность национальной денежной единицы, выступает важным фактором финансовой стабильности, поскольку стохастическая динамика цен на внутреннем рынке или обесценение национальной денежной единицы на внешнем рынке повышают риски финансовой стабильности.

Включение естественного значения уровня занятости населения опосредовано важной ролью домохозяйств в финансовой системе,

являющихся основными поставщиками финансовых ресурсов [19]. Появление дисбаланса на рынке труда будет способствовать нарушению оптимальной структуры сбережений и их последующей трансформации в инвестиции, в связи с чем финансовые институты будут вынуждены менять свою инвестиционную политику, что может привести к неэффективному функционированию самих финансовых институтов. Таким образом, автором подчеркивается определяющая роль частных инвестиций в экономике.

Войтехович А.Н. в своем исследовании, рассматривая финансовый кризис в еврозоне и меры по обеспечению финансовой стабильности, проводит анализ динамики сразу нескольких показателей, отражающих ценовую стабильность, внешнеторговый баланс, уровень задолженности и др. [36]. Автор отмечает, что триггером финансовой нестабильности послужил мировой финансовый кризис 2008-2009 гг. Реализация программ по «спасению» банковских систем привела к возникновению проблем с платежеспособностью правительств европейских государств. Существенный рост государственного долга породил угрозу дефолта правительств, вследствие чего ухудшалась конъюнктура финансового рынка, а инвесторы стали избегать вложений в государственные ценные бумаги. Сложившуюся ситуацию автор определяет как финансовую нестабильность, в связи с чем необходимо было предпринимать меры по восстановлению финансовой стабильности на фоне развития финансового кризиса. Реализация подобных мер включала в себя несколько этапов, при этом автор подразделяет эти меры на два типа: меры в секторе государственных финансов и меры в банковском секторе. Таким образом, Войтехович А.Н. исследует финансовую стабильность и нестабильность в том числе через призму государственных финансов.

В недавнем исследовании зарубежных ученых, касающемся «широкой концепции финансовой стабильности», выделяется несколько переменных, способных тем или иным образом повлиять на финансовую стабильность. В их число входит:

- а) денежно-кредитная политика центрального банка;
- б) инфляция и ценовая стабильность;
- в) политика национального правительства;
- г) банковский кризис;
- д) финансовые риски;
- е) процентные ставки;
- ж) валовый внутренний продукт (ВВП) [86].

Столь широкий перечень факторов финансовой стабильности указывает на необходимость проведения согласованной макроэкономической политики. При этом авторы акцентируют внимание на тесную взаимосвязь между решениями в области денежно-кредитного регулирования и финансовой стабильностью, отмечая роль последней в стабильности цен.

Рассматривая финансовую стабильность в аналогичном ключе, Кузубова О.И. выделяет угрозы финансовой безопасности, подразделяя их на внешние и внутренние. Соответствующие угрозы представлены в таблице 1.

Таблица 1 – Внешние и внутренние угрозы финансовой стабильности

Внутренние	Внешние
Несовершенство законодательства	Рост внешнего государственного долга
Бюджетный дисбаланс	Санкционная политика
Неэффективность экономической политики государства	Террористические угрозы
Высокая инфляция	Неоптимальный внешнеторговый баланс
Неблагоприятный инвестиционный климат	Высокая доля теневой экономики
Неравномерное региональное развитие	Усиление конкуренции на международном рынке

Источник: составлено автором на основе [55].

Можно заметить, что выделенные автором внешние и внутренние угрозы финансовой стабильности касаются не только финансового рынка, но и других сфер общественной жизни. Такое многообразие факторов, влияющих на достижение высокого уровня финансовой стабильности, обуславливает необходимость их учета.

Весьма важным представляется рассмотреть позицию российской школы экономической мысли относительно финансовой стабильности. Исследуя трансформацию финансовой системы, Абалкин Л.И. среди основных причин, оказывающих дестабилизирующее воздействие на финансовую систему, выделяет следующие:

а) активное распространение рыночного фундаментализма, когда рынки стали господствовать в таких сферах отношений, где раньше им не должно было быть места;

б) рост валютно-спекулятивного капитала, не направленного на обслуживание реального сектора экономики;

в) развитие оффшорных зон, стимулирующее массовое бегство капитала [27].

Таким образом, глобализация и финансиализация экономики самопроизвольно выступают основными причинами кризисных явлений в финансовом секторе. Основой для такой трансформации послужила отмена золотого стандарта и укрепление доллара США как мировой резервной валюты вследствие принятых решений на Ямайской международной валютно-денежной конференции в 1976 г. В результате, дополнительная эмиссия долларов США с тех пор могла происходить без пополнения запасов монетарного золота. Пришедшая на смену предыдущей денежная система стала позиционировать себя как доверительная (фидуциарная), заключающаяся в том числе в том, что отныне эмиссия резервной валюты осуществлялась под рост доверия к центральному банку, не поддающемуся четкому измерению и однозначной оценке [52]. При этом стремление накопить больше резервной валюты у развитых и развивающихся стран опосредовало увеличение спроса на соответствующую валюту, эмитентом которой выступал исключительно регулятор США. В этой связи у каждого государства обострялась необходимость в развитии товарообмена с государством-эмитентом резервной валюты, которая в том числе использовалась при проведении большей части международных расчетов.

Отсюда вытекает увеличение зависимости государств от США в финансово-экономическом отношении, в результате чего теряется их финансовый суверенитет. Границы такого суверенитета обеспечивают невмешательство одной национальной финансовой системы в другую, что на уровне государств проявляется в невозможности цензурировать транзакции и задавать ограничения и условия при реализации целей государственной финансовой политики [124]. С точки зрения автора, необходимость обмена и проведения расчетов в резервной валюте на начальных этапах становления фидуциарной денежной системы выступала в качестве такого условия, которое впоследствии переросло в ограничение доступа к международной финансовой инфраструктуре.

Стоит подчеркнуть, что чем большую долю экспортно-импортные операции занимают в структуре национального дохода, тем более уязвимой в финансовом плане становится соответствующее государство. С позиции российской школы экономической мысли, в целях обеспечения финансовой устойчивости и экономической безопасности доля таких внешнеторговых операций не должна превышать 20% от общего объема национального дохода [20]. Указанный уровень чистого экспорта в структуре национального дохода позволит сохранить самостоятельность и самодостаточность в принятии решений экономического характера, отвечающих национальным интересам, и не будет способствовать превращению государства в зависимый сегмент мирового хозяйства.

Примечательно, что представители российской школы экономической мысли оперируют понятием не «стабильность», а «равновесное развитие» [14]. Так, в целях обеспечения финансово-экономической устойчивости политика государства должна соблюдать баланс и равновесие в сфере внешней торговли, в отраслевой структуре, в валютных расчетах [51]. Соблюдение данного баланса на практике означает сопоставимый объем экспорта и импорта, в достаточной степени дифференцированную отраслевую структуру национального хозяйства и многообразие валют, в которых осуществляются

расчеты с международными организациями. В контексте обеспечения финансовой стабильности особо следует отметить внешнеторговый баланс и дифференциацию валютных расчетов, что в совокупности позволяет избежать рисков высокой концентрации и чрезмерного накопления какой-либо одной иностранной валюты или ее дефицита.

В результате, проведенный автором анализ фундаментальных и современных научных исследований отечественных и зарубежных авторов позволил удостовериться в том, что в настоящее время не существует единого, явно сформулированного определения дефиниции «финансовая стабильность». Тем не менее, с точки зрения автора, важно определить, что финансовая стабильность характеризуется следующим:

а) неразрывной связанностью с финансовой системой и финансовым рынком. Достижение финансовой стабильности по своей сути не может быть абстрагировано от динамики различных сегментов финансового рынка и состояния финансовой системы, включающей в себя множество разнообразных институтов;

б) способностью финансового рынка абсорбировать негативные шоки. Эффективное функционирование финансового рынка и непрерывное выполнение присущих ему функций позволяет минимизировать возникающие финансовые риски и поглощать их с минимальным ущербом для всех участников финансового рынка и субъектов реального сектора экономики;

в) ценовой стабильностью. Для домохозяйств, корпораций и органов государственной власти, являющихся активными участниками финансового рынка, важна уверенность в стабильности цен. Инфляция является одним из ключевых макроэкономических показателей, отражающим текущее и перспективное состояние национальной экономики и степень ее инвестиционной привлекательности, в том числе и для зарубежных инвесторов. В условиях высокой инфляции у участников рынка устойчиво формируется общеэкономическая неопределенность, препятствующая стремлению инвестировать денежные средства в финансовые активы. Таким

образом, на финансовом рынке складывается ситуация финансовой турбулентности, повышающая уровень волатильности финансовых активов и дестабилизирующая финансовый рынок;

г) отсутствием кризиса в реальном секторе экономики. Высокий уровень неопределенности в реальном секторе, сокращение производственных мощностей в отраслях экономики и негативная динамика финансовых результатов корпоративного сектора повышает волатильность финансовых активов предприятий, что приводит к падению их инвестиционной привлекательности и снижению их котировок на фондовой бирже. В таком случае стремление инвесторов избавиться от подобных вложений будет способствовать подрыву финансовой стабильности.

Исходя из рассмотренных в настоящем параграфе определений можно выделить следующие факторы финансовой стабильности:

- а) безбарьерный доступ к финансовым ресурсам;
- б) надежное функционирование институтов и сегментов рынка, составляющих финансовую систему;
- в) монетарная стабильность;
- г) отсутствие существенной информационной асимметрии, способствующей возникновению шоков на финансовом рынке;
- д) способность финансового рынка абсорбировать риски и шоки;
- е) устойчивая динамика цен и индексов на фондовом рынке;
- ж) прогнозируемость финансовых рисков;
- з) невысокие спреды процентных ставок в экономике;
- и) устойчивость реального сектора экономики.

Однако, помимо перечисленных факторов, автор считает исключительно важным определить устойчивость национальной платежной системы как один из факторов финансовой стабильности. Санкционная политика ряда недружественных стран в отношении российского государства включала в себя в том числе ограничения на работу платежных систем в Российской Федерации и проведение расчетов российских юридических лиц с

международными контрагентами. В этой связи важно подчеркнуть обоснованность принятых в 2014 году решений о создании и развитии национальной платежной системы «Мир» в рамках обеспечения финансовой безопасности страны [18]. Тогда перед созданным акционерным обществом «Национальная система платежных карт» были поставлены задачи по созданию на территории Российской Федерации операционного и клирингового центра для обработки операций внутри страны по картам международных платежных систем и выпуску национальной платежной карты [31]. Решение этих задач в целях повышения национального финансового суверенитета во многом позволило минимизировать риски финансовой стабильности в период усиления санкционного давления недружественных государств в 2022 году. 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 ведет к массовому нарушению договорных обязательств, в то время как корпорации нефинансового сектора не смогут осуществлять расчеты со своими контрагентами. Описанные условия гарантированно будут подрывать финансовую стабильность, в связи с чем необходимо обеспечить высокий уровень надежности платежной инфраструктуры. В научной литературе также подчеркивается высокая значимость платежно-расчетных систем в обеспечении стабильности и развития рынка финансовых услуг [69]. В этой связи автор считает необходимым выделение устойчивости национальной платежной системы в качестве одного из факторов финансовой стабильности.

Кроме того, в условиях динамичного развития информационных и цифровых технологий автор считает важным определить в качестве еще одного фактора финансовой стабильности технологический суверенитет. В настоящее время большая часть операций в финансовой сфере осуществляется

в цифровой среде. К числу таких операций относятся в том числе межбанковские операции и операции Банка России по предоставлению и абсорбированию ликвидности в банковском секторе. Стоит отметить, что от скорости проведения операций регулятора во взаимодействии с кредитными организациями зависит качество и действенность применяемых инструментов денежно-кредитной политики и возможности банков по кредитованию реального сектора экономики и домашних хозяйств. Повышение скорости соответствующих операций увеличивает скорость обращения денег, тем самым повышая потенциал финансово-экономического развития. При этом увеличение скорости проведения операций может быть обеспечено внедрением новых качественных технологий, защищенных от внешнего неблагоприятного воздействия. Разработки собственных технологий в цифровой среде позволяют быть уверенными в качественном проведении операций на денежном рынке и внутренних платежах, а также бесперебойной работе необходимой инфраструктуры, в том числе банкоматов. Так, введенные в 2022 году санкции ряда государств в отношении российских компаний создавали угрозу для обслуживания физических лиц через банкоматы [117]. Таким образом, в современных реалиях обеспечение технологического суверенитета выступает важной задачей государства, а сам технологический суверенитет может быть выделен в качестве фактора финансовой стабильности.

К ключевым факторам финансовой стабильности, с точки зрения автора, следует также отнести финансовый суверенитет и монетарный суверенитет как важнейший его компонент. В аналитических докладах и научных трудах отечественные и зарубежные ученые и практики часто представляют различные интерпретации финансового суверенитета. В самом широком смысле финансовый суверенитет есть высшая степень самостоятельности государства в сфере финансов [22]. В условиях современных финансовых вызовов финансовый суверенитет следует определять как состояние, исключающее возможности ограничения

транзакций посредством технологических решений и изменений различных правовых норм, ограничения доступа к трансграничной платежной инфраструктуре, и как условие повышения роли национальной валюты в обеспечении экономической независимости [30]. Исходя из анализа представленных определений следует, что обладающие финансовым суверенитетом государства самостоятельны в принятии решений в области финансово-экономической политики и в значительной степени ограничены от экзогенных рисков. Функциональной основой финансового суверенитета выступает монетарный суверенитет. Примечательно, что авторы в своих научных трудах, рассматривая монетарный суверенитет, склонны исследовать вопросы, касающиеся денежного обращения, денежной эмиссии, национальной денежной единицы, курса национальной валюты [38; 43; 76]. Однако, с точки зрения автора, монетарный суверенитет не менее важно рассматривать через призму денежно-кредитного регулирования. Так, отсутствие национальных финансово-кредитных институтов, основой для фондирования которых выступали бы внутренние источники финансирования, способно оказать подрывное воздействие на финансовую стабильность, поскольку зависимость от внешнего финансирования не позволяет проводить самостоятельную, нацеленную на достижение национальных интересов финансово-экономическую политику ввиду наличия у зарубежных инвесторов инструментов влияния на национальные финансово-кредитные институты. При этом кредитные ресурсы, сбалансированный рост которых придает импульс экономическому развитию, необходимы любой финансовой системе, поэтому воспрепятствование росту таких ресурсов, в конечном итоге, ограничивает экономическое развитие. В работе Новикова А.Д. справедливо постулируется тезис о тупиковости существующей неолиберальной модели глобализации, в рамках которой в развивающихся странах накапливается спекулятивный капитал, что приводит к возрастанию зависимости соответствующих стран от институтов банковской системы и рынков ценных бумаг стран с развитыми финансовыми рынками, прежде всего, США и

государств, входящих в состав Европейского союза [72]. При этом во времена мировых экономических кризисов наблюдаются резкие оттоки капитала в более надежные финансовые центры, порождая риски финансовой стабильности в странах со слаборазвитой финансовой системой. В результате, такая интеграция соответствующих стран в мировую финансовую систему привела к обострению риска потери контроля над национальной монетарной политикой. Потеря такого контроля грозит сохранению устойчивости финансово-кредитных институтов, а также непредсказуемыми и стохастическими колебаниями на финансовом рынке. В этой связи обеспечению монетарного суверенитета отводится важная роль в формировании и укреплении финансовой стабильности. При этом сам 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.

Итак, автором были рассмотрены различные подходы отечественных и зарубежных ученых-экономистов к определению финансовой стабильности. Анализ определений исследуемой терминологической дефиниции позволил выявить ряд факторов финансовой стабильности. Автором дополнен перечень факторов финансовой стабильности такими факторами, как устойчивость национальной платежной системы, технологический суверенитет, финансовый суверенитет и монетарный суверенитет. В современных реалиях учет этих факторов необходим для обеспечения финансовой стабильности и независимости от давления извне. В противном случае повышается вероятность возникновения новых угроз финансовой стабильности, реализация которых может привести к дополнительным отрицательным шокам экономики. В результате анализа рассмотренных определений автором уточнено понятие «финансовая стабильность», под которой следует понимать 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. Помимо этого, автором уточнено понятие «монетарный суверенитет», определяемое 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. Важно подчеркнуть, что нарушение финансовой стабильности так или иначе отражается на всех сегментах финансового рынка. В этой связи одним из наиболее приоритетных направлений деятельности органов государственной власти и регулирования экономики каждого государства должно быть обеспечение финансовой стабильности.

1.2 Основные элементы монетарной политики, стандартные и нестандартные инструменты ее реализации и их влияние на финансовую стабильность

Монетарная политика, включающая в себя денежно-кредитную политику и валютное регулирование, является одним из направлений макроэкономической политики государства. Это направление обусловлено необходимостью регулирования денежного обращения с целью недопущения возникновения дефицита или избытка денежной массы и, таким образом, обеспечения ценовой стабильности и экономического развития. Действительно, избыток денежной массы неминуемо приводит к росту инфляции, в то время как ее дефицит ограничивает потенциал экономического роста и снижает темпы развития национальной экономики. В этой связи принципиально важно, с одной стороны, не допускать образования диспропорций в финансово-кредитной сфере и, с другой стороны, создавать благоприятные условия для развития отечественного предпринимательства

[67]. Таким образом, необходимо обеспечить сбалансированное развитие всех сфер и отраслей экономики. Полагаться исключительно на рыночные механизмы в достижении указанной сбалансированности не представляется возможным, поскольку рынок не способен в полной мере удовлетворить запросы общества в социальной сфере, в области здравоохранения, оборонно-промышленного комплекса и др. В той или иной степени требуется государственное регулирование экономики, осуществляемое в целях обеспечения экономического роста, формирования устойчивости покупательной способности национальной валюты, поддержания непрерывной занятости населения и стабильности внешнеэкономической деятельности. Поскольку монетарное регулирование выступает неотъемлемой частью общей государственной экономической политики, постольку ее цели соответствуют общегосударственным целям [9]. Стоит при этом отметить, что в современных условиях органы государственной власти определяют целевые параметры и достигают их в том числе в рамках бюджетно-налоговой, таможенно-тарифной, антимонопольной и других политик. Однако особенность монетарных методов регулирования, с точки зрения автора, заключается в их рыночном характере, определяющем стимулы участников рынка и побуждающем их совершать те или иные действия и операции.

В настоящее время монетарные органы регулирования экономики используют в своей практике целый комплекс инструментов. Традиционно он включает в себя нормативы обязательного резервирования, процентные ставки и операции на открытом рынке [12].

Обязательные резервы есть доля обязательств кредитных организаций, которые должны храниться на специальных счетах в центральном банке. Важно отметить, что отвлекаемые из хозяйственного оборота финансовые ресурсы, поддерживаемые на корреспондентских счетах в Банке России, фактически не приносят доход самим кредитным организациям, в связи с чем весьма отчетливо прослеживается нежелание банков их наращивать. При этом монетарные органы регулирования экономики не стремятся систематически

менять значение нормативов обязательного резервирования, поскольку данный инструмент денежно-кредитной политики носит более «грубый» характер и может быть отнесен к группе административных методов, подтверждением чему может служить статья 25 Федерального закона «О банках и банковской деятельности», согласно которой кредитные организации обязаны выполнять обязательные резервные требования [1]. Интенсивность изменения резервных требований во многом определяется состоянием банковского сектора и перспективами его развития, так как даже незначительные изменения параметров обязательного резервирования способны привести к существенным переменам в кредитной политике банков. Это обусловлено тем, что рассматриваемый инструмент монетарного регулирования имплементируется центральными банками с момента их образования и он затрагивает основы всей банковской системы. Так, норматив обязательного резервирования используется при расчете банковского (депозитного) мультипликатора, на что указывает представленная ниже формула (1)

$$mb = \frac{1}{rr} \times 100\%, \quad (1)$$

где mb – банковский (депозитный) мультипликатор;
 rr – норматив обязательных резервов.

Рассчитываемая величина банковского (депозитного) мультипликатора показывает, какой объем денежного предложения формируется в результате кредитования на единицу привлекаемых от физических или юридических лиц депозитов [41]. Анализ формулы показывает, что банковский (депозитный) мультипликатор обратно пропорционален изменению норматива обязательного резервирования. Соответственно, чем больший норматив установлен локальными актами центрального банка, тем меньшая величина

денежного предложения формируется в результате механизма депозитной мультипликации. Исходя из этого, в странах с развитой банковской системой норматив обязательного резервирования должен стремиться к минимальным значениям.

Стоит подчеркнуть, что изначально норматив обязательных резервов задумывался как инструмент страхования кредитных организаций от массового набега вкладчиков, целью которых было закрытие депозитов. В результате таких действий можно было бы наблюдать одномоментное изъятие денежных средств из данного банка с потенциальной потерей его ликвидности, что указывало бы на реализацию риска ликвидности как одного из рисков финансовой стабильности. В целях недопущения развития подобных сценариев руководством центрального банка было принято решение обязать коммерческий банк сохранять определенный размер денежных средств на корреспондентских счетах центрального банка, что формировало «подушку безопасности» и способствовало росту стабильности финансово-кредитной системы. Таким образом, введение норматива обязательного резервирования обусловлено необходимостью поддержания ликвидности кредитных организаций в случае потери доверия к банковской системе со стороны вкладчиков. Однако в настоящее время имплементация данного инструмента денежно-кредитного регулирования преследует более важную функцию, такую как управление ликвидностью и ставками овернайт денежного рынка [131].

Изменение процентных ставок или процентная политика Банка России представляется двумя основными направлениями, регулируемыми кредитование коммерческих банков и принятие от них депозитов. Так, центральный банк устанавливает величину процентной ставки, под которую он готов выдавать кредиты кредитным организациям и привлекать денежные средства на открытые ими в центральном банке депозитные счета. Стоит отметить, что величина процентной ставки по соответствующим операциям не определяется в абсолютном значении; она является производной от ключевой

ставки, размер которой устанавливается Советом директоров Банка России. Центральный банк Российской Федерации в конце каждого календарного года определяет график заседаний Совета директоров на следующий год, на которых будет решаться вопрос об изменении или сохранении текущего уровня ключевой ставки. Примечательно, что в течение года, в соответствии с утвержденным графиком, такого рода заседаний должно быть не менее 8. Однако в случае радикальных изменений финансово-экономической среды Центральный банк может созвать внеочередное заседание Совета директоров, на котором будет приниматься решение об изменении уровня ключевой ставки, необходимое в том числе в целях поддержания финансовой стабильности. При этом внеочередные заседания Совета директоров Банка России могут созываться не только для ужесточения, но и для смягчения денежно-кредитной политики. Подобные заседания могут проводиться в связи с высокими темпами благоприятных изменений финансово-экономических реалий. Именно поэтому ключевая ставка имеет столь важное значение при реализации денежно-кредитной политики.

Кроме того, величина процентной ставки по депозитным или кредитным операциям центрального банка напрямую зависит от срочности подобных операций, что подтверждает таблица 2.

Таблица 2 – Процентные ставки по депозитным и кредитным операциям Банка России

Инструмент денежно-кредитной политики	Срок операции	Величина процентной ставки
1	2	3
Депозиты постоянного действия	1 день	Ключевая ставка, уменьшенная на 1 процентный пункт
Депозитные аукционы (аукционы тонкой настройки)	1-6 дней	Ключевая ставка
Депозитные аукционы (основные аукционы)	1 неделя	
Кредитные аукционы	3 месяца	Ключевая ставка, увеличенная на 0,25 процентных пункта
Кредиты овернайт; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные нерыночными активами	1 день	Ключевая ставка, увеличенная на 1 процентный пункт
Ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные нерыночными активами	2-90 дней	

Продолжение таблицы 2

1	2	3
Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	91-549 дней	Ключевая ставка, увеличенная на 1,75 процентных пункта

Источник: составлено автором на основе [134].

Таким образом, центральный банк располагает целым комплексом инструментов, посредством которых осуществляется кредитование коммерческих банков и привлечение их средств на депозитные счета. Можно заметить, что величина процентной ставки прямо пропорциональна сроку депозитной или кредитной операции. Причем если финансовые ресурсы кредитных организаций привлекаются Банком России под ставку, не превышающую размер ключевой ставки, то цена кредитования гарантированно превышает уровень ключевой ставки. Отсюда следует, что Банком России сформирован определенный коридор процентных ставок, в связи с чем изменение ключевой ставки существенным образом сказывается на ликвидности банковского сектора. Именно эту цель – регулирование свободной банковской ликвидности – преследует Банк России, имплементируя те или иные инструменты в рамках процентной политики. В случае структурного дефицита ликвидности Центральный банк Российской Федерации активизирует кредитные аукционы, увеличивая объем банковской ликвидности. Однако во время устойчивого профицита ликвидности Банк России преимущественно проводит депозитные аукционы, абсорбируя избыточные денежные средства из банковского сектора.

Важно подчеркнуть, что процентная политика центрального банка играет важнейшую роль в реализации денежно-кредитной политики. Например, согласно годовому отчету Банка России за 2021 год, недельные депозитные аукционы оставались основным инструментом управления ликвидностью банковского сектора [119]. Кроме того, ключевая ставка является основным инструментом денежно-кредитного регулирования, что указано в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов» [133].

Операции по покупке или продаже ценных бумаг на открытом рынке в мировой практике считается одним из основных инструментов денежно-кредитного регулирования, если не самым главным. Центральные банки большинства стран с развитой рыночной экономикой (Соединенные Штаты Америки, Австралия, Канада) проводят подобные операции на регулярной основе. По причине того, что Российская Федерация входит в число стран с развивающимся фондовым рынком, Банк России прибегает к использованию рассматриваемого инструмента денежно-кредитной политики гораздо реже. Относительно невысокая развитость рынка государственных ценных бумаг и его низкая ликвидность снижают потенциал применения данного инструмента.

Традиционно покупка государственных ценных бумаг или их продажа кредитным организациям рассматривается как один из способов регулирования банковской ликвидности. Центральный банк посредством определения цены продажи или покупки долговых финансовых активов воздействует на спрос на соответствующие ценные бумаги. Повышенный спрос необходимо поддерживать в условиях проведения рестрикционной политики, в связи с чем цены на долговые инструменты должны быть привлекательными для кредитных организаций. Если же политика Банка России будет носить экспансионистский характер, то центральному банку необходимо будет более высокими темпами покупать государственные облигации у кредитных организаций, предоставляя таким образом последним дополнительные финансовые ресурсы для увеличения темпов кредитования экономики. Важно при этом подчеркнуть, что регулятор осуществляет покупку или продажу ценных бумаг на вторичном рынке, что исключает возможность эмиссионного финансирования дефицита государственного бюджета.

Несмотря на то, что Центральный банк Российской Федерации неохотно проводит односторонние операции на открытом рынке, операции РЕПО, предполагающие покупку или продажу финансовых активов с обязательством их обратной продажи или покупки, считаются основным

инструментом управления ликвидностью в условиях структурного дефицита банковской ликвидности. Основные аукционы РЕПО проводятся Банком России на срок 1 неделя, однако регулятор может принимать решения о проведении аукционов «тонкой настройки» на срок от 1 до 6 дней, а также на более длительные сроки. При этом зарубежный опыт применения данного инструмента монетарного регулирования в целях абсорбирования ликвидности указывает на его высокую эффективность, что подтверждает Морозко Н.И. в своей работе [69], где были рассмотрены практики Народного банка Китая и Резервного банка Индии по абсорбированию банковской ликвидности посредством операций РЕПО.

Кроме того, центральные банки проводят операции с иностранной валютой, а именно «валютный своп». Валютный своп представляет собой сделку между центральным банком и кредитной организацией по обмену национальной валюты на иностранную или наоборот по текущему курсу с обязательством последующего обмена валютами по установленному в момент заключения сделки курсу. Данный инструмент монетарного регулирования имплементируется в основном в целях предоставления ликвидности в национальной валюте. В таком случае иностранная валюта выступает в качестве обеспечения. Однако валютные свопы могут заключаться в том числе с целью поддержания финансовой стабильности и сокращения волатильности курсов иностранной валюты, когда регулятор увеличивает предложение иностранной валюты на внутреннем рынке в связи с ограничением к ней доступа кредитных организаций по внешнеэкономическим причинам. Таким образом, Банк России удовлетворяет острые потребности кредитных организаций в поддержании ликвидности в иностранной валюте. В таком качестве валютный своп был введен в действие осенью 2014 года в ответ на введение рестрикций в отношении российского банковского сектора, в результате чего у банков появилась возможность на ежедневной основе привлекать доллары США на 1 день в обмен на рубли. Однако заключение

валютных свопов также может быть ограничено в том случае, если будут заморожены зарубежные активы Банка России.

В последнее время объектами научных исследований в области денежно-кредитной политики все чаще становятся нестандартные инструменты монетарного регулирования и их влияние на финансово-экономические показатели [57]. Так, изучая опыт Народного банка Китая, T. Zhou с соавторами отмечают, что нетрадиционная денежно-кредитная политика регулятора позволяет значительно увеличить кредитование предприятий, причем наибольший эффект от принимаемых мер можно наблюдать в провинциях с более высоким уровнем финансового развития [116]. К схожему выводу приходят исследователи в результате анализа нетрадиционной денежно-кредитной политики Европейского центрального банка, указывающие на рост выдачи банковских кредитов в европейских странах и выделяющие долгосрочные программы по выкупу активов в качестве критически важного фактора повышения устойчивости банковского сектора в период финансового кризиса [98]. Действительно, финансовые потрясения повышают процентные, кредитные, коммерческие и другие риски для корпоративного сектора, и в целях минимизации соответствующих рисков и достижения финансовой стабильности регуляторы прибегают к нестандартным инструментам монетарного регулирования. V. Kamate отмечает, что подобная практика Резервного банка Индии в период пандемии Covid-19 способствовала снижению стоимости заимствований для реального сектора экономики примерно на 30 базисных пунктов [104]. Весьма заметно влияние нестандартных инструментов денежно-кредитного регулирования на валютный рынок, которое было изучено D. Aloui. Ученым было выявлено снижение обменного курса пары валют EUR/USD в краткосрочной и среднесрочной перспективах в 2012 и 2016 гг. под воздействием неконвенциональных инструментов денежно-кредитной политики, что соответствовало намерениям регуляторов [85]. Однако не стоит однозначно утверждать, что нестандартная практика регуляторов приводит

лишь к благоприятным последствиям. Например, G.S. Cortes и другие ученые рассматривали эффекты применения нетрадиционных инструментов монетарной политики Федеральной резервной системой (далее – ФРС) США в периоды кризисов и выявили, что если в период финансового кризиса 2008-2009 гг. односторонние объявления регулятора о намерении осуществить выкуп активов вызвали негативные побочные эффекты на финансовых рынках как развитых, так и развивающихся стран, то в период пандемии Covid-19 нестандартная монетарная политика ФРС, напротив, привела к позитивным побочным эффектам в подавляющем большинстве анализируемых стран [90]. Петрикова Е.М. в своем исследовании указывает на то, что реализуемые ФРС США программы в рамках нетрадиционной денежно-кредитной политики не принесли ожидаемого результата и слабо стимулировали экономическую активность [74], а Ческидов Б.М. справедливо отмечает факт падения биржевых индексов в случае постепенного сокращения программ количественного смягчения [79]. Таким образом, в настоящее время в экспертной среде и научном сообществе отсутствует единая точка зрения относительно влияния нестандартных методов денежно-кредитного регулирования на финансовую стабильность и макроэкономическое положение государства.

Одним из наиболее ярких проявлений применения нестандартных инструментов денежно-кредитного регулирования является политика количественного смягчения (Quantitative easing, QE). В рамках данной политики центральные банки обязуются выкупать ликвидные ценные бумаги на фондовом рынке, прежде всего, государственные или квазигосударственные облигации. Операции по выкупу с рынка финансовых активов преследуют цели увеличения денежной массы, тем самым стимулируя кредитование и экономический рост.

Основоположником политики количественного смягчения по праву считается Банк Японии, прибегавший к имплементации данного инструмента денежно-кредитной политики еще в 2001-2006 годах. С 2008 года практику

количественного смягчения стали активно применять в США в целях преодоления последствий ипотечного, финансового кризиса. Равно как и в Японии, изначально было принято решение о снижении ключевой ставки до околонулевых значений, однако подобные меры не дали нужного результата, поэтому в ноябре 2008 года специально созданный Федеральной резервной системой США комитет по операциям на открытом рынке (FOMC) объявил о намерении реализовать три раунда крупномасштабных покупок финансовых активов в рамках программы «Large-Scale Asset Purchases» (далее – LSAP). В соответствии с экономической теорией, рост спроса на финансовые активы в совокупности со снижением уровня ключевой ставки приводит к увеличению стоимости долговых финансовых активов и одновременному падению их доходности. Таким образом, ФРС США стремилась нарастить инвестиции и сделать более доступным финансирование корпоративного сектора, то есть снизить бремя уплаты процентов по долговым обязательствам, прежде всего, для предприятий реального сектора экономики за счет пониженной процентной ставки по выпущенным ими облигациям.

Стоит при этом отметить, что программы выкупа активов могут иметь различные характеристики и параметры. Например, если в рамках первого этапа LSAP (2008-2010 гг.) Федеральной резервной системой было объявлено о покупке долга на общую сумму 1 725 млрд долл. США, то третий этап соответствующей программы (2012-2014 гг.) предполагал ежемесячный выкуп активов на сумму 40 млрд долл. США с последующим (с января 2014 г.) снижением суммы выкупа долговых ценных бумаг на 5 млрд долл. США до октября 2014 г. Можно заметить, что во втором случае операции по выкупу долговых обязательств носили систематический характер, что привносило некую стабильность на финансовые рынки и вселяло в инвесторов уверенность в том, что на вторичном рынке будет наблюдаться спрос на облигации, формирующие государственный и агентский долг.

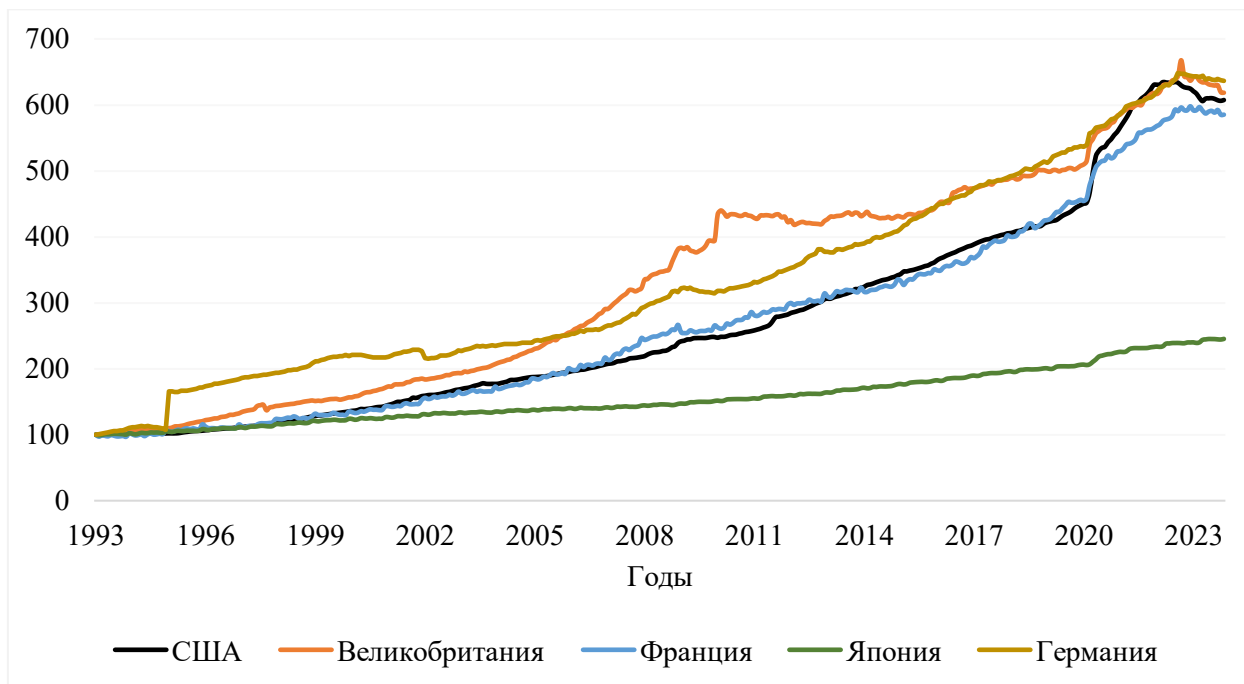
Еще одним регулятором, принявшем более 10 лет назад решение о начале проведения политики количественного смягчения, стал Европейский

центральный банк. Примечательно, что помимо дефляционных рисков на европейском континенте в некоторых странах обострился долговой кризис как реакция на мировой финансовый кризис 2008-2009 гг. В этой связи у национальных правительств существовала острая потребность в дешевых финансовых ресурсах, поэтому регулятор должен был поддерживать уровень процентной ставки по государственным ценным бумагам на минимальном уровне. Решение поставленных задач достигалось не только снижением ключевой ставки, но и реализацией программ по выкупу активов на фондовом рынке.

В период распространения новой коронавирусной инфекции, начиная с 2020 года, все государства мира столкнулись с экономическими трудностями. Пандемия Covid-19 вынуждала национальные правительства прибегать к введению все новых ограничительных мер, негативно влияющих на деловую активность предприятий и домохозяйств. В результате принятых органами государственной власти мер существенно сократился совокупный спрос на товары и услуги, что порождало обострение дефляционных рисков; корпоративный сектор также нуждался в финансовой поддержке со стороны государства. До наступления пандемии, как уже было выявлено ранее, регуляторы последовательно понижали уровень ключевой ставки и вели экспансионистскую денежно-кредитную политику, поэтому к началу 2020 года механизм монетарного регулирования экономики посредством ключевой ставки был ограничен в своем действии. В этих условиях страны начали реализовывать масштабные программы в рамках политики количественного смягчения. Так, доля количественного смягчения в общем объеме заявленной прямой финансовой поддержки в США составила 22,4%, в Европейском союзе – 42,3%, в Японии – 43,6%, в Великобритании – 97,6% [53].

Как уже было выявлено ранее, в научной среде остаются актуальными вопросы влияния количественного смягчения на финансовую стабильность и макроэкономическое состояние. Однако, с точки зрения автора, политика количественного смягчения в долгосрочной перспективе оказывает

существенное негативное влияние на финансовую стабильность. Во-первых, масштабный выкуп финансовых активов регулятором в значительной степени способствует ускоренному росту денежной массы, что подтверждает рисунок 1. На рисунке 1 представлена динамика денежного агрегата М2, где значение этого агрегата на 31 января 1993 года взято за 100%.



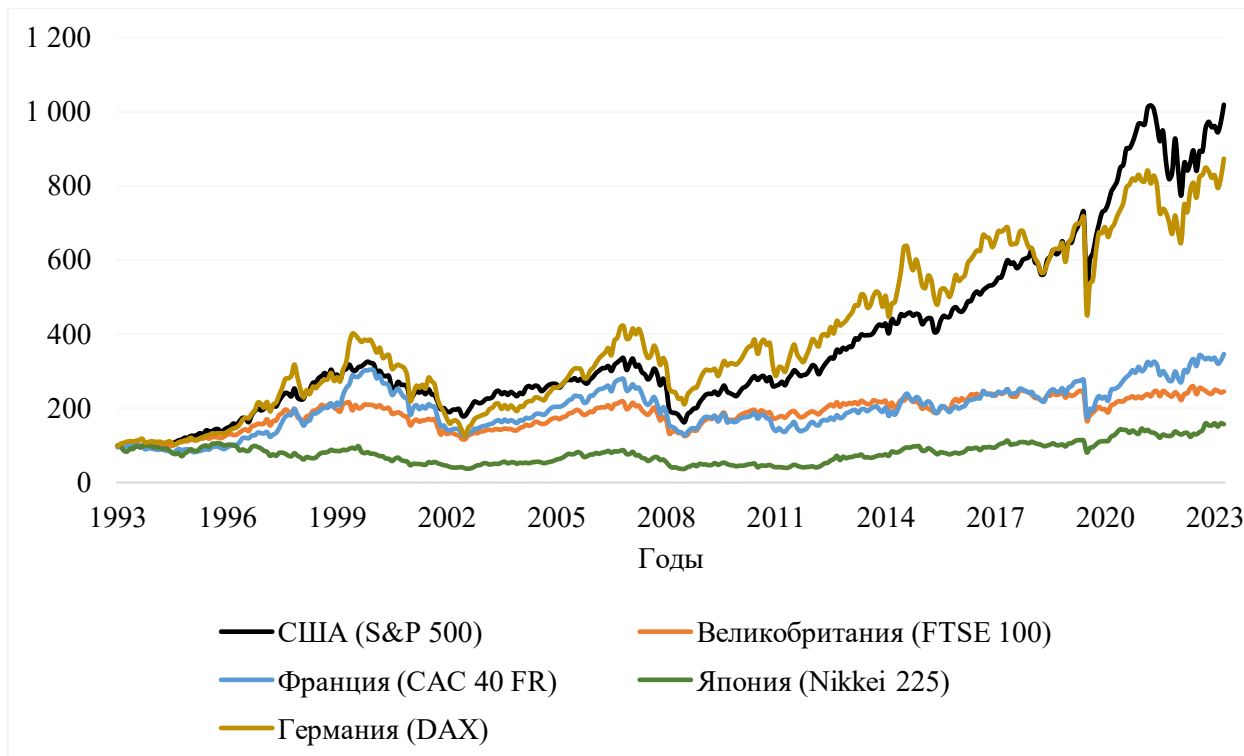
Источник: составлено автором на основе данных Сbonds [128].

Рисунок 1 – Динамика денежной массы (денежный агрегат М2) в странах с развитыми финансовыми рынками, в процентах

Реализация масштабных программ в рамках политики количественного смягчения, как показано на рисунке 1, приводит к существенному росту денежной массы в краткосрочном периоде. При этом если подобные мероприятия не приносят ожидаемых результатов в разрезе темпов экономического развития, то в таком случае действия центрального банка равносильны эмиссии ничем не обеспеченных денежных средств, что неминуемо приводит к всплеску инфляции, который можно было наблюдать в соответствующих странах, начиная с 2021 года.

Во-вторых, выкуп ценных бумаг на фондовом рынке будет искусственно поддерживать спрос на финансовые активы, в связи с чем можно наблюдать экспоненциальный рост биржевых индексов, особенно в Германии и Соединенных Штатах Америки, что отражают данные на рисунке 2.

На рисунке 2 представлена динамика биржевых индексов развитых стран, национальные регуляторы которых неоднократно реализовывали программы в рамках политики количественного смягчения, где значение биржевого индекса на 1 сентября 1993 г. взято за 100%.



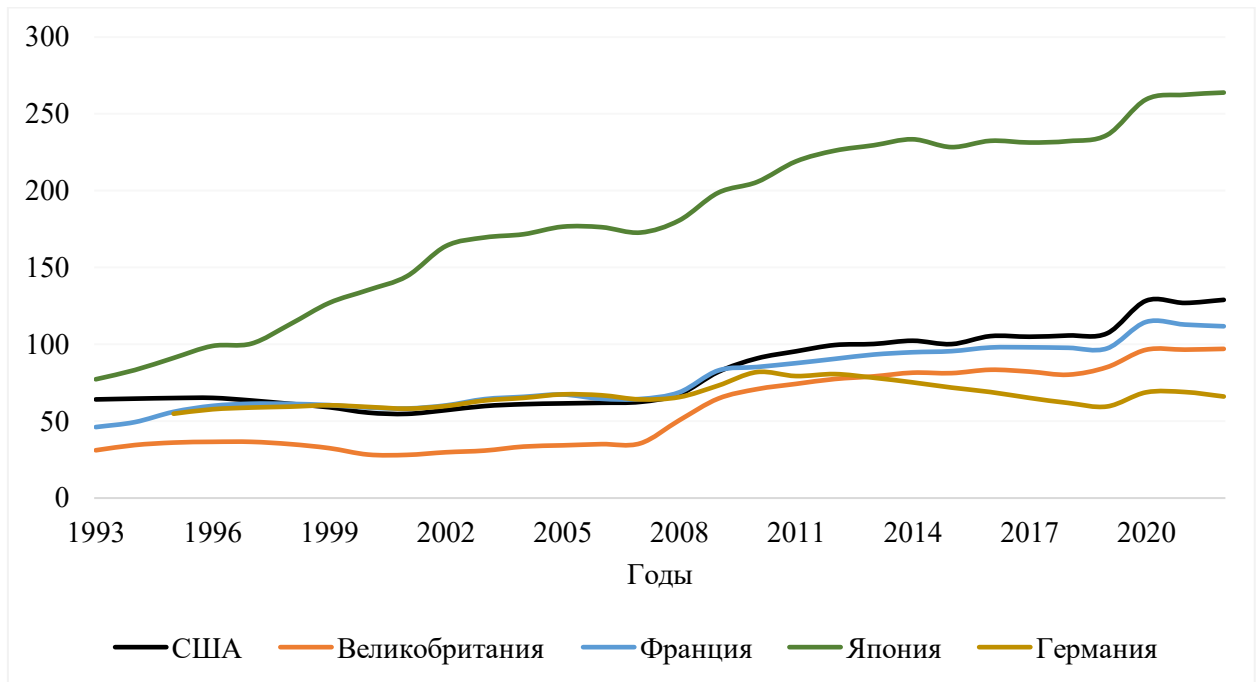
Источник: составлено автором на основе данных Cbonds [128].

Рисунок 2 – Динамика биржевых индексов широкого рынка в странах с развитыми финансовыми рынками, в процентах

Действительно, индексы широкого рынка S&P 500 (США) и DAX (Германия) демонстрируют наибольший рост после мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. и в период пандемии Covid-19. С точки зрения автора, подобная динамика фондовых индексов указывает на ускоренную финансовализацию национальных экономик рассматриваемых государств, что раздувает «финансовые пузыри» на их фондовых рынках. В этой связи увеличиваются риски дестабилизации финансового рынка и обострения новых финансовых кризисов, что также подтверждается в исследовании Щербаковой А.М. [81].

В-третьих, политика количественного смягчения позволяет правительствам выпускать ценные бумаги с минимальной доходностью и, таким образом, наращивать государственные заимствования. Стоит

подчеркнуть, что в последние годы государственный долг стран с развитыми финансовыми рынками существенно вырос, подтверждением чему служит рисунок 3.



Источник: составлено автором на основе данных Cbonds [128].

Рисунок 3 – Динамика государственного долга в странах с развитыми финансовыми рынками, в процентах от ВВП

Так, можно заметить, что проводимая регуляторами политика количественного смягчения стимулирует правительства расширять расходную часть федерального бюджета, покрываемую «дешевыми» государственными заимствованиями. Однако перманентное расширение государственного долга повышает латентные риски долгового кризиса, проявление которых удручающим образом скажется не только на государственных финансах, но и на финансовой системе и макроэкономическом положении в целом. Кроме того, у новых держателей государственных ценных бумаг, в качестве которых будут выступать центральные банки, увеличиваются процентные риски, хоть они и являются, как отмечается в научной литературе, незначительными [39].

В результате, анализ прироста показателей, представленных на рисунках 1-3, показывает, что наибольшие изменения наблюдаются в США, подтверждением чему служат данные таблицы 3.

Таблица 3 – 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
<p>Примечания</p> <p>1 Прирост M2 есть прирост между относительными показателями, выраженными в процентах, где за 100% принято значение на 31 января 1993 года.</p> <p>2 Прирост индекса широкого рынка есть прирост между относительными показателями, выраженными в процентах, где за 100% принято значение на 1 сентября 1993 года.</p> <p>3 Прирост государственного долга есть прирост между процентным соотношением государственного долга к ВВП</p>						

Источник: составлено автором на основе данных Cbonds [128].

Действительно, в Соединенных Штатах Америки в рамках борьбы с последствиями мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. Федеральной резервной системой принимались наиболее масштабные программы по выкупу финансовых активов, в результате чего в рассмотренные показатели увеличивались наибольшими темпами.

Хотя политика количественного смягчения является наиболее распространенным неконвенциональным инструментом денежно-кредитной политики, существует также ряд других нестандартных мер, применяемых регуляторами. К числу таких мер относят также вербальные интервенции центрального банка. Вербальные интервенции, или коммуникационная политика, позволяют регуляторам формировать и управлять ожиданиями участников рынка. N. Hauzenberger и другие ученые справедливо отмечают, что денежно-кредитная политика будет иметь более предсказуемые последствия, когда центральные банки ведут активную «информационную

политику», последовательно сообщая общественности о своих текущих и грядущих решениях, особенно в периоды экономических потрясений [102]. Стоит при этом подчеркнуть, что эффективность данного инструмента монетарного регулирования напрямую зависит от репутации и значимости самого центрального банка. Например, публично озвученные ожидания Федеральной резервной системы США относительно будущего изменения кратко- и долгосрочных ставок в экономике окажут более сильное воздействие на мировые финансовые рынки, чем заявления Банка Японии, неспособного достичь целевых показателей по инфляции [64].

Весьма неоднозначным инструментом монетарной политики является целевое рефинансирование. С одной стороны, целевое рефинансирование под ставку ниже рыночной провоцирует искажения на кредитном рынке, поскольку некоторые предприятия будут иметь преференциальные условия в финансировании инвестиционных проектов, рентабельность и реальная эффективность которых будут отрицательными. В таком случае, как отмечают экономисты, игнорируется важная регулирующая роль процентной ставки, отсекающей убыточные проекты [54]. С другой стороны, ограниченное использование целевого финансирования социально-значимых проектов или проектов в критически важных отраслях национальной экономики оказывает положительный эффект на темпы экономического развития. Отсюда следует, что целевое рефинансирование как неконвенциональный инструмент денежно-кредитной политики может быть эффективен, однако злоупотреблять данным инструментом регулятору не стоит. В практике Центрального банка Российской Федерации использование соответствующего нестандартного инструмента денежно-кредитной политики можно наблюдать, начиная с 2014 года [122]. Тогда на фоне ужесточения денежно-кредитных условий регулятором были разработаны специализированные инструменты рефинансирования кредитных организаций, направленные, прежде всего, на поддержание инвестиционной активности, стимулирование кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства, а также компаний,

осуществляющих экспорт несырьевых товаров [118]. Особенность данных инструментов заключается в более продолжительном сроке предоставления кредита, а также пониженных процентных ставках, величина которых ниже уровня ключевой ставки. Однако анализ применения нетипичных инструментов предоставления ликвидности Банком России позволил выявить ряд отклонений от общепринятой практики [77].

В условиях развития нестандартных инструментов монетарной политики автору представляется важным их верно определить и классифицировать. С точки зрения автора, нестандартным, или нетрадиционным, или неконвенциональным инструментом монетарной политики следует считать инструмент, который не закреплен на законодательном уровне в перечне инструментов и не отнесен регулятором к списку стандартных инструментов. Международный валютный фонд в общем виде подразделяет нетрадиционные методы монетарного регулирования на систему заявлений о намерениях, предоставление ликвидности на долгосрочной основе и покупку облигаций в целях снижения долгосрочных ставок [144]. Стоит отметить, что в данном случае МВФ не выделяет конкретный классификационный признак. Трунин П.В. и Ващелюк Н.В. по аналогичному принципу классифицируют нетипичные инструменты денежно-кредитного характера на систему заявлений о намерениях центрального банка, количественное смягчение, косвенное кредитное смягчение и прямое кредитное смягчение [77]. Ряд авторов в качестве классификационного признака выделяют объект, на который воздействует тот или иной инструмент. В таком случае неконвенциональные инструменты денежно-кредитной политики регуляторов можно подразделить на инструменты, воздействующие на финансовую стабильность (например, предоставление ликвидности в иностранной валюте на внутреннем рынке), и инструменты, воздействующие на макроэкономическую стабильность (например, покупка облигаций) [114]. В этой связи, в целях развития теории нетрадиционного денежно-кредитного регулирования автором предложены

три новых признака классификации неконвенциональных инструментов монетарной политики: форма воздействия на спрос и предложение денег, степень регулярности операций центрального банка и характер влияния на рыночный механизм функционирования экономики. По форме воздействия на спрос и предложение денег автором предлагается разделять инструменты нетрадиционной монетарной политики на денежные и неденежные. К денежным инструментам можно отнести целевое рефинансирование и покупку финансовых активов на рынке капиталов, причем как государственных, так и корпоративных долговых ценных бумаг. К числу неденежных инструментов следует отнести увеличение сроков или снижение стоимости денег по стандартным операциям предоставления ликвидности кредитным организациям, а также вербальные интервенции. По степени регулярности операций центрального банка нетрадиционные инструменты монетарного регулирования можно классифицировать на регулярные и нерегулярные. Регулярным инструментом следует считать заявления представителей органов монетарного регулирования экономики о намерениях в части перспективных решений по изменению денежно-кредитной политики. Нерегулярным инструментом могут служить разовые программы центрального банка по выкупу финансовых активов на открытом рынке в рамках заранее установленной суммы без указания периодичности проведения соответствующих операций. По характеру влияния на рыночный механизм функционирования экономики нетрадиционные инструменты монетарного регулирования можно подразделить на искажающие рыночный механизм и нейтральные. Такие инструменты, как изменение стоимости денег в рамках предоставления ликвидности банкам и целевое рефинансирование игнорируют важную регулируемую роль процентной ставки, тем самым искажая рыночный механизм функционирования экономики. К числу нейтральных инструментов, не воздействующих на рыночный механизм функционирования экономики, можно отнести вербальные интервенции. Действительно, подача сигнала рынку о планируемых решениях регулятора по

изменению того или иного параметра денежно-кредитной политики не искажает рыночный механизм функционирования экономики и, с точки зрения влияния на ожидания инвесторов, равносильна объявлению какой-либо корпорацией о выплате дивидендов за отчетный период. Подобные коммуникации субъектов финансового рынка соответствуют рыночному механизму функционирования экономики.

В результате, на рисунке 4 представлены предложенные автором классификационные признаки и виды нестандартных инструментов монетарной политики.



Источник: составлено автором.

Рисунок 4 – Классификация нестандартных инструментов монетарной политики

Итак, автором были рассмотрены основные элементы монетарной политики, ее цели и инструменты реализации. Помимо общей характеристики инструментов монетарного регулирования автор проанализировал особенности применения инструментов денежно-кредитной политики, присущие Российской Федерации. В частности, автором были определены основные инструменты управления банковской ликвидностью, а также была выявлена важнейшая роль ключевой ставки, в зависимости от уровня которой формируется коридор процентных ставок. В рамках изучения нестандартных инструментов денежно-кредитной политики автор пришел к выводу, что их влияние на финансовую стабильность неоднозначно. Так, политика

количественного смягчения в государствах с развитыми финансовыми рынками оказывает, скорее, негативный макроэкономический эффект, в то время как вербальные интервенции, наоборот, повышают доверие общественности к органам монетарного регулирования и позволяют денежно-кредитной политике становиться более транспарентной. В целях развития теории нетрадиционной денежно-кредитной политики автором уточнено понятие нестандартных инструментов монетарного регулирования и предложены три новых признака классификации соответствующих инструментов: форма воздействия на спрос и предложение денег, степень регулярности операций центрального банка и характер влияния на рыночный механизм функционирования экономики. С точки зрения автора, со временем некоторые нетипичные инструменты монетарного регулирования могут быть инкорпорированы в стандартную практику национальных регуляторов, применение которых будет способствовать повышению финансовой стабильности.

1.3 Идентификация рисков финансовой стабильности при реализации целей микро- и макропруденциальной политик

В соответствии со ст. 3 ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации» обеспечение стабильности финансового рынка и стабильности национальной платежной системы являются функциями Банка России [2]. В современных научных исследованиях отмечается, что основным триггером, послужившим развитию политики по обеспечению финансовой стабильности, выступает мировой финансовый кризис 2008-2009 годов [33; 103; 104]. Несовершенства мировых финансовых рынков и накопление избыточных рисков в финансовой системе привело к глобальной финансовой нестабильности, что породило серьезные изменения в регуляторной среде. Одним из ключевых институциональных изменений, к которым привел мировой финансовый кризис, стало оформление

макропруденциальной политики как нового вида экономической политики государства.

После мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. международные организации стали уделять гораздо больше внимания вопросам регулирования и надзора за деятельностью финансовых институтов, особенно за системно значимыми организациями. Основной проблемой, которую обнажил финансовый кризис и которая требовала незамедлительного решения, стала проблема *too big to fail* [16]. В период кризиса и после него на оказание экономической помощи и финансовой поддержки системно значимым кредитным организациям, прежде всего, транснациональным банкам, органы государственной власти вынуждены были выделять денежные средства из бюджета, что выступало дополнительным источником расходов, для покрытия которых государства повышали свой государственный долг. Однако непринятие мер подобного характера привело бы к банкротству крупных участников финансового рынка, что сильно пошатнуло бы финансовую стабильность. В этой связи в 2009 году по инициативе G20 был учрежден Совет по финансовой стабильности, нацеленный на выработку комплексного инструментарий макропруденциальной политики.

Макропруденциальная политика есть совокупность мер превентивного характера, ориентированных на минимизацию риска системного финансового кризиса. Под таким риском понимается вероятность возникновения ситуации, при которой существенная доля участников финансового рынка становится неплатежеспособной или теряет ликвидность, в результате чего такие финансовые институты не имеют возможности дальше функционировать без определенной поддержки органа монетарного регулирования или органа пруденциального надзора [68]. Отсюда следует, что объектом макропруденциальной политики выступает взаимодействие финансовых институтов на финансовом рынке, а предметом рассматриваемой политики служат системные риски, возникающие в финансовом секторе. Именно на минимизацию подобных рисков нацелены органы власти, ответственные за

реализацию макропруденциальной политики. Однако избежать такие риски и полностью их исключить в силу динамичного развития финансового рынка не представляется возможным, в связи с чем проводимая регулятором политика приводит к снижению издержек финансовой нестабильности от реализации указанных рисков. Таким образом, можно сформулировать задачи макропруденциальной политики, связанной с обеспечением финансовой стабильности:

- а) обеспечение устойчивости финансового рынка к внутренним и внешним шокам;
- б) ограничение рисков, принимаемых на себя финансовыми институтами, с целью избегания их избыточного накопления;
- в) сглаживание финансового цикла для предотвращения его стохастического развития.

Наряду с макропруденциальной политикой регуляторы осуществляют также микропруденциальную политику. Так, если макропруденциальная политика связана с анализом системных рисков в финансовом секторе на агрегированном уровне, то микропруденциальная политика направлена на регулирование специфических рисков отдельных финансовых институтов. Соответственно, предметом такой политики являются финансовые риски, возникающие на уровне конкретных финансовых институтов. Минимизация таких рисков обусловлена, прежде всего, необходимостью защиты вкладчиков банков, чьи средства выступают одними из основных источников фондирования кредитных организаций. В целях защиты, в первую очередь, сбережений домохозяйств органы пруденциального регулирования концентрируют свое внимание на рисках, принимаемых на себя кредитными организациями. В случае выявления избыточных рисков регулятор вынужден принимать меры микропруденциального характера, направленные на поддержание устойчивости конкретного финансового института. При этом финансовая нестабильность нескольких участников финансового рынка, особенно тех, кто обладает системной значимостью, неминуемо порождает

угрозу всему финансовому рынку. Такая угроза проявляется в накоплении рисков финансовой стабильности, среди которых следует выделить кредитный риск, процентный риск, валютный риск и ряд других ключевых рисков, характеристика которых представлена в таблице 4.

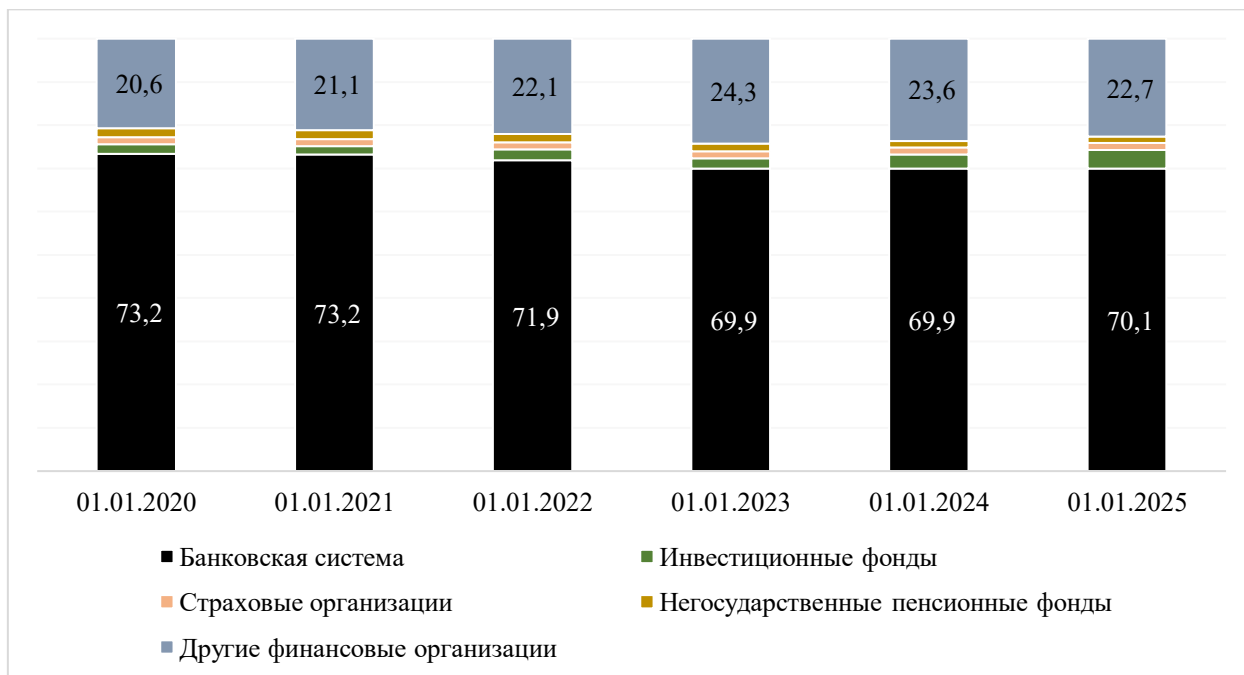
Таблица 4 – Характеристика ключевых рисков финансовой стабильности

Риск финансовой стабильности	Характеристика риска
Кредитный риск	Риск возникновения финансовых потерь у финансово-кредитных институтов в результате неисполнения заемщиками своих обязательств по погашению задолженности
Процентный риск	Риск возникновения финансовых потерь у финансово-кредитных институтов вследствие изменения процентных ставок по активам и пассивам финансово-кредитных организаций
Риск ликвидности	Риск недостаточного количества финансовых ресурсов у финансово-кредитных институтов для финансирования своей деятельности и погашения обязательств
Валютный риск	Риск возникновения финансовых потерь у финансово-кредитных институтов в результате изменения курсов иностранных валют по отношению к национальной валюте
Структурный риск	Риск ухудшения финансового положения финансово-кредитных институтов вследствие балансовых диспропорций, возникающих в результате несогласованных активно-пассивных операций финансово-кредитных организаций
Фондовый риск	Риск возникновения финансовых потерь у финансово-кредитных институтов вследствие изменения стоимости финансовых активов на фондовом рынке

Источник: составлено автором на основе [21; 120].

Примечательно, что представленные в таблице 4 риски финансовой стабильности характеризуются возникновением финансовых потерь или ухудшением финансового положения финансово-кредитных институтов. Как было отмечено автором ранее, обеспечение финансовой стабильности неразрывно связано с состоянием финансового рынка, включающего в себя множество институтов. В этой связи риски финансовой стабильности в большей степени формируются рисками финансово-кредитных институтов и участников финансового рынка. Важно при этом подчеркнуть, что наибольшая

озабоченность со стороны Банка России проявляется к рискам банковского сектора, поскольку доля финансовых активов банковской системы в финансовых активах институционального сектора «Финансовые организации» финансового счета Российской Федерации существенно превышает долю остальных подсекторов, что подтверждают данные рисунка 5.



Источник: составлено автором на основе данных Банка России [139].

Рисунок 5 – Структура финансовых активов институционального сектора «Финансовые организации» финансового счета Российской Федерации, в процентах

Анализ представленных на рисунке 5 данных показывает, что в последние годы около 70% финансовых активов финансовых организаций сосредоточено в банковской системе. Стоит при этом отметить, что в структуре финансовых обязательств институционального сектора «Финансовые организации» финансового счета Российской Федерации наибольшую долю также занимает банковская система, в связи с чем представляется весьма справедливым, что основное воздействие в рамках микро- и макропруденциальной политики со стороны мегарегулятора оказывается именно на банковский сектор.

Банк международных расчетов также обращает внимание на то, что исторически инструментарий макропруденциальной политики основывался на мерах микропруденциального характера [106]. Тем не менее, одна из ключевых

отличительных особенностей первой политики от второй заключается в динамическом аспекте. Так, выявление рисков и принятие регулятором решения о применении того или иного инструмента для поддержания устойчивости конкретного финансового института осуществляется гораздо быстрее в сравнении с идентификацией системных рисков, присущих всей финансовой сфере, и выработкой мер, направленных на купирование нарастающих рисков. Такая удлинённая по времени реакция органов власти, ответственных за реализацию макропруденциальной политики, объясняется трудностью прогнозирования системных рисков и сложностью определения их влияния на деятельность участников финансового рынка.

Сравнительный анализ микро- и макропруденциальных подходов представлен в таблице 5.

Таблица 5 – Анализ микро- и макропруденциальных подходов

Критерий	Макропруденциальная политика	Микропруденциальная политика
Цель	Поддержание финансовой стабильности в целом	Предотвращение финансовой неустойчивости отдельных финансовых институтов
Модель рисков	Систематические риски	Специфические риски
Взаимосвязь финансовых институтов	Учитывается	Не учитывается
Оценка рисков	Используется вероятностный подход	Основывается на анализе финансовой отчетности и финансовом контроле института

Источник: составлено автором на основе [68].

Таким образом, макропруденциальная политика, с точки зрения автора, представляется более сложной для реализации и учета последствий принятых регулятором решений в ответ на шоки, проявляющиеся в финансовом секторе. Важно подчеркнуть, что реализация такой политики осуществляется посредством имплементации специального инструментария, который постоянно расширяется в силу выявления все новых рисков в финансовой сфере. Примечательно, что соответствующий инструментарий, с точки зрения автора, со временем приобретает, скорее, административный характер.

Рыночные механизмы стимулирования действовать тем или иным образом не всегда приносят ожидаемого результата, поскольку выгода финансовых институтов превосходит прогнозируемые убытки. В этой связи регулятору, решающему крайне важную задачу по обеспечению финансовой стабильности, нужно использовать методы принуждения к соблюдению установленных нормативов, чтобы сохранить устойчивость всего финансового рынка.

В современной научной литературе инструменты макропруденциального регулирования подразделяют на инструменты, воздействующие на капитал, на ликвидность и на активы [75]. Первая группа инструментов включает в себя секторальные требования к капиталу, антициклическую надбавку, надбавку к капиталу за системную значимость и надбавку на поддержание достаточности капитала. Данные инструменты направлены на минимизацию рисков чрезмерного кредитования и рисков возникновения диспропорций балансов системно значимых кредитных организаций, что потенциально может создать угрозу невозврата денежных средств своим вкладчикам и кредиторам. Вторая группа инструментов представлена контрциклическими требованиями в части ликвидности и рыночными премиями и скидками. На практике установление соответствующих требований предполагает в том числе расчет коэффициентов краткосрочной ликвидности и чистого стабильного фондирования, отражающих способность банков покрывать краткосрочные обязательства ликвидными активами и наличие долгосрочных источников финансирования соответственно [66]. Таким образом, регулятор минимизирует риски ликвидности банковского сектора. Заключительная группа инструментов, связанная с активами, также ограничивает кредитные риски и включает в себя показатели соотношения объема кредита к обеспечению или к доходу заемщика и динамическое резервирование, подразумевающее формирование банками дополнительных резервов.

Банк России как мегарегулятор, ответственный в том числе за реализацию макропруденциальной политики в Российской Федерации, отмечает, что инструменты такой политики могут быть разделены по характеру уязвимостей, на ограничение которых они направлены. В таком случае они подразделяются на структурные и циклические [126].

Уязвимости циклического характера формируются в условиях роста объемов кредитования, который сопровождается увеличением рисков на финансовом рынке. Впоследствии, в случае наступления финансового кризиса, данные риски усиливают негативные шоки. К подобным рискам стоит отнести рост долговой нагрузки физических и юридических лиц, а также ускоренный рост цен на финансовые активы, выступающие в качестве обеспечения по кредитам.

Структурные уязвимости, как правило, в меньшей степени связаны с ростом экономики и расширением кредитного цикла. Они отражают долговременные, устойчиво сложившиеся на финансовом рынке отношения. В качестве структурных уязвимостей, или структурных финансовых рисков, следует рассматривать завышенный уровень валютизации активов финансового сектора, разбалансировку требований и обязательств кредитных организаций по срочности (например, когда выдача краткосрочных кредитов обеспечивается долгосрочными депозитами) и высокую концентрацию риска на крупных участниках финансового рынка.

Для минимизация рассмотренных финансовых рисков и ограничения уязвимостей на финансовом рынке Банк России использует комплекс инструментов микро- и макропруденциального характера. Например, Банк России устанавливает пруденциальные нормы и требования к капиталу или к ликвидности. Так, в настоящее время для кредитных организаций устанавливается норматив достаточности базового капитала (Н1.1), норматив достаточности основного капитала (Н1.2) и норматив достаточности собственных средств (капитала) (Н1.0). При этом важно подчеркнуть, что в соответствии с пропорциональным регулированием банковского сектора не

все из перечисленных нормативов обязательны к исполнению для кредитной организации. Так, для банков с базовой лицензией, чей капитал выше 300 млн руб., но не превышает 1 млрд руб., не действует норматив достаточности базового капитала [8]. По аналогичному принципу действуют и нормативы ликвидности: если от банков с универсальной лицензией требуется соблюдение нормативов мгновенной (Н2), текущей (Н3) и долгосрочной (Н4) ликвидности, то для банков с базовой лицензией достаточно соблюдение лишь норматива текущей ликвидности (Н3).

Примечательно, что установление нормативов и требований относится не только к банкам, но и к другим участникам финансового рынка. Например, для субъектов микрофинансирования также предусмотрено соблюдение нормативов достаточности собственных средств, нормативов ликвидности. При этом в данном случае величина норматива может варьироваться в зависимости от субъекта микрофинансирования. Так, для микрофинансовых компаний значения указанных нормативов выше, чем для микрокредитных организаций.

В дополнение к указанным нормативам Банком России могут применяться также надбавки, включая антициклическую надбавку, надбавку за системную значимость и надбавку на поддержание достаточности капитала. В случае несоблюдения норматива достаточности собственных средств (капитала), увеличенного на сумму указанных надбавок, на кредитную организацию накладывается ограничение на распределение прибыли. При этом антициклическая надбавка, равно как и надбавки к коэффициентам риска и макропруденциальные лимиты, применяются регулятором для ограничения циклических уязвимостей.

Антициклическая надбавка как широко известный инструмент макропруденциального регулирования направлена на формирование кредитными организациями необходимого буфера капитала, который затем может быть использован в период финансового кризиса. Такая надбавка применяется в условиях ускоренного роста кредитования сразу во всех его

сегментах, поскольку риски, связанные с увеличением объемов кредитования отдельных сегментов, могут быть минимизированы посредством надбавок к коэффициентам риска по определенным видам кредитов.

Надбавки к коэффициентам риска повышают требования к капиталу по рискованным активам, что позволяет не только сформировать банками запас капитала, но и ограничить рост рискованного кредитования. Кроме того, повышенные требования к капиталу банками будут закладываться в ставку кредита, в результате чего привлекательность таких ссуд для заемщиков будет снижаться и темпы роста рискованного кредитования будут падать, на что и нацелены действия регулятора. Такой инструмент, с точки зрения автора, выглядит более гибким, поскольку он позволяет регулировать темпы роста кредитования в отдельных сегментах и с определенными характеристиками. Помимо этого, для изменения значений соответствующих надбавок нет необходимости вносить корректировки в нормативно-правовые акты. Такого рода решения принимаются Советом директоров Банка России, что существенно повышает оперативность макропруденциального регулирования.

Макропруденциальные лимиты являются относительно новым инструментом макропруденциальной политики. Их появление обусловлено чрезмерным ростом необеспеченного потребительского кредитования, порождающим дополнительные финансовые риски. Выдача таких кредитов повышает вероятность невозврата заемщиками финансовых ресурсов, в связи с чем под угрозу подпадает гарантированное выполнение обязательств кредитных организаций перед их вкладчиками и кредиторами. С целью избежания подобной ситуации регулятор принял решение установить лимиты на выдачу необеспеченных потребительских кредитов. Основными параметрами, по которым будет определяться действие лимита в отношении видов кредитования, являются срок займа и долговая нагрузка заемщика. Изначально установленные лимиты применялись, во-первых, в отношении долгосрочных необеспеченных потребительских кредитов и, во-вторых, в отношении заемщиков с чрезмерно высоким показателем долговой нагрузки.

С учетом развития данного инструмента макропруденциальные лимиты также были установлены и для ипотечных кредитов с целью ограничения доли высокорискованных ссуд в выдачах. С точки зрения автора, подобные меры носят, скорее, административный характер, принуждая кредитные организации к соблюдению строго установленных лимитов на выдачу кредитов. В противном случае к не исполняющим соответствующие нормативы кредитным организациям будут применяться санкции в виде повышенных требований к капиталу, в связи с чем нарушение лимитов представляется для самих банков экономически нецелесообразным. Важно подчеркнуть, что рассмотренные лимиты устанавливаются для системно значимых кредитных организаций, чья финансовая устойчивость неизбежно сказывается на обеспечении финансовой стабильности всего банковского сектора. Примечательно, что в рамках межсекторального подхода макропруденциальные лимиты устанавливаются в том числе и для микрофинансовых организаций, что объясняется стремлением Банка России обезопасить как заемщиков от принятия на себя чрезмерных кредитных рисков, так и финансовых институтов от невозврата денежных средств со стороны сомнительных заемщиков. Еще одним положительным аспектом введения макропруденциальных лимитов можно считать снижение концентрации высокорискованных кредитов в активах финансовых институтов, из чего следует, что данный инструмент ограничивает также структурные уязвимости.

В рамках ограничения структурных уязвимостей Банк России задействует надбавки к коэффициентам риска, нормативы и надбавки к нормативам. В условиях повышенной волатильности курса национальной валюты особое значение приобретают риски валютизации активов в финансовой сфере. С целью снижения подобных рисков регулятор устанавливает повышенные надбавки к коэффициентам риска по кредитам в иностранной валюте, фактически дестимулируя банки выдавать такие кредиты. Помимо этого, невысокая конкуренция среди заемщиков приводит к

тому, что деятельность кредитных организаций может быть сильно привязана к одному конкретному заемщику или группе заемщиков. В случае, если такие заемщики окажутся на грани банкротства и финансовой несостоятельности и не смогут выполнять свои обязательства перед кредиторами, то под угрозу будет поставлена финансовая устойчивость банковского сектора. В целях ограничения таких структурных уязвимостей и уменьшения системного риска регулятором установлены нормативы максимального размера риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков (Н6) и норматив максимального размера риска на связанное с банком лицо (Н25). Примечательно, что схожие нормативы применяются также и для микрофинансовых компаний.

В условиях постоянно расширяющегося санкционного давления, оказываемое на российских физических и юридических лиц рядом недружественных государств, одни из ключевых рисков финансовой стабильности образуются на валютном рынке и в расчетно-платежной сфере. С точки зрения автора, риски подобного характера не могут быть нивелированы исключительно методами пруденциального регулирования, в связи с чем Банку России в целях минимизации рисков финансовой стабильности необходимо обращаться к инструментам монетарной политики, совершенствование которых будет рассмотрено в последующих разделах диссертации.

Итак, автором было определено, что макропруденциальная политика как одно из направлений экономической политики государства сформировалось сравнительно недавно. Необходимость разработки специального инструментария макропруденциальной направленности обусловлена несовершенством финансового рынка, его цикличностью и нарастающими рисками в силу динамичного развития. Несмотря на действие микропруденциальных методов регулирования финансовых институтов, финансовая стабильность как на национальном, так и на международном уровне на рубеже 2000-2010 гг. оказалась под угрозой разрушения. В целях обеспечения долгосрочной финансовой стабильности международными

организациями и национальными регуляторами были разработаны инструменты макропруденциального характера, направленные на минимизацию финансовых рисков, принимаемых на себя финансовыми институтами, и на ограничение уязвимостей в финансовой сфере. Важно отметить, что в условиях цикличности экономики избежать финансовые кризисы не представляется возможным. Однако задача регулятора заключается в обеспечении сглаживания финансового цикла и минимизации его финансово-экономического ущерба. И в условиях непрерывного развития финансового рынка, появления новых институтов и разработки новых финансовых инструментов от регулятора требуется постоянная актуализация и модернизация инструментов макропруденциальной политики.

Глава 2

Эмпирические аспекты анализа монетарной и пруденциальной политик в контексте обеспечения финансовой стабильности

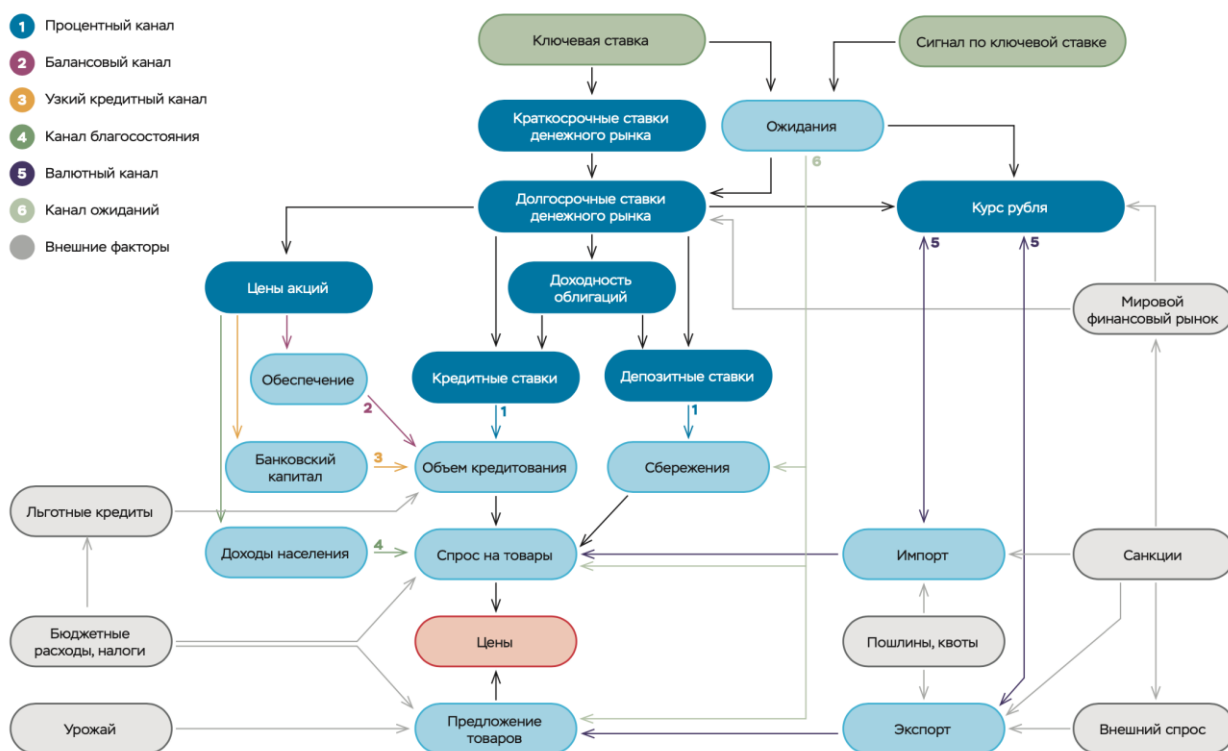
2.1 Оценка финансовой стабильности через трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в Российской Федерации

Рассматривая ранее определение финансовой стабильности, автор указывал на взаимодополняемость финансовой и монетарной стабильности. Под последней стоит понимать стабильность национальной денежной единицы. Ценовая стабильность, являющаяся одним из факторов финансовой стабильности, достигается методами денежно-кредитного регулирования. В качестве основного инструмента денежно-кредитного регулирования выступает ключевая ставка, посредством которого Центральный банк Российской Федерации стремится сохранить инфляцию на долгосрочном горизонте на устойчиво низком уровне. Воздействие ключевой ставки на инфляцию опосредуется трансмиссионным механизмом денежно-кредитной политики, представляющий собой комплекс причинно-следственных связей, в рамках которого решения национального регулятора влияют на ценовую динамику. Следует отметить, что представители российской школы экономической мысли указывают на необоснованность имплементации национальными регуляторами ключевой ставки в качестве инструмента денежно-кредитного регулирования в рамках современной денежной системы [49]. Позиция данной школы базируется на том, что высокий уровень ключевой ставки не ограничивает рост инфляции, а сдерживает экономический рост ввиду недостаточного количества заемных средств у участников рыночных отношений из-за их завышенной стоимости. Однако, с точки зрения автора, такая позиция не учитывает, во-первых, открытость экономики, то есть возможности заимствований и инвестиций на зарубежных

финансовых рынках, и, во-вторых, широкие направления деятельности самих кредитных организаций, заключающихся не только в кредитовании физических и юридических лиц. Ключевая ставка как инструмент монетарной политики воздействует не только на рынок розничного и корпоративного кредитования, но и на другие сегменты рынка, на валютный рынок, на фондовый рынок и т.д. Именно поэтому трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики представляет собой комплекс причинно-следственных связей, где ключевая ставка опосредует регулирование денежного обращения с целью недопущения возникновения дефицита или избытка денежной массы. Как было рассмотрено ранее, необходимо обеспечение оптимального уровня денежной массы, не приводящего к диспропорциям в финансово-кредитной сфере и не ограничивающего потенциал экономического развития.

Банк России ежегодно в своем стратегическом документе «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики» представляет общественности актуальный трансмиссионный механизм, видоизменяя или дорабатывая его при необходимости. На рисунке 6 схематически представлен трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики.

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики



Источник: Банк России [133].

Рисунок 6 – Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Банка России

Анализ трансмиссионного механизма, разработанного национальным регулятором и схематически представленного на рисунке 6, показывает, что он включает в себя шесть каналов влияния основного инструмента денежно-кредитной политики на ценовую стабильность, а также ряд немонетарных факторов. Можно заметить, что решение по изменению уровня ключевой ставки отражается сперва на динамике однодневных ставок на рынке межбанковского кредитования, а затем на динамике долгосрочных ставок денежного рынка. Краткосрочные ставки характеризуют цену привлечения денежных средств одной кредитной организации у другой. Причем краткосрочные и долгосрочные ставки не соответствуют друг другу ввиду того, что долгосрочные ставки учитывают не только текущие финансово-экономические реалии, но и прогнозируемые изменения в экономике, в том числе перспективные решения регулятора относительно изменения ключевой ставки. Именно поэтому в трансмиссионном механизме представлено влияние коммуникаций центрального банка относительно

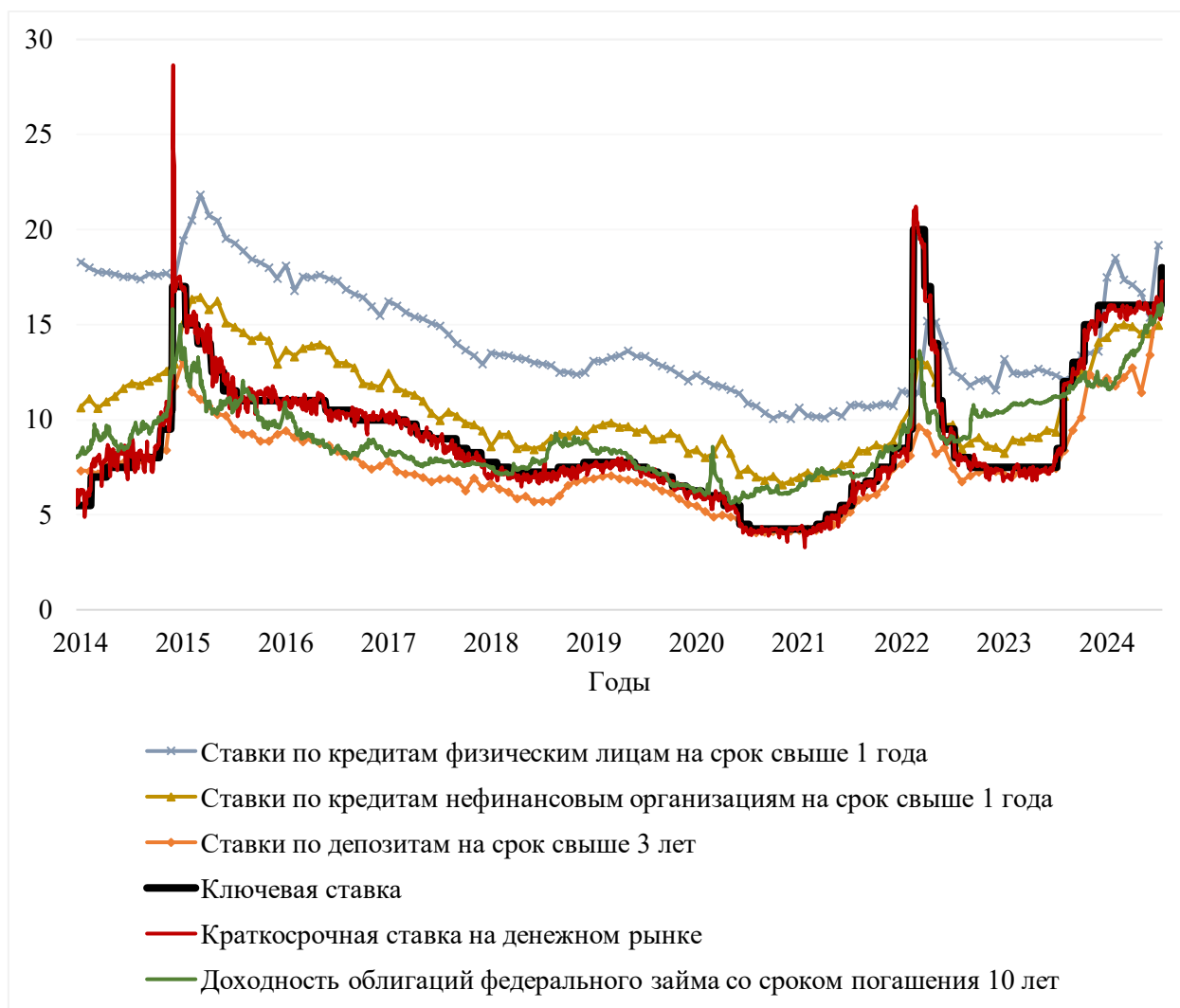
будущих решений по ключевой ставке на долгосрочные ставки денежного рынка. Примечательно, что такие заявления о намерениях приобретают все большую значимость в практике мировых регуляторов [23].

Вслед за изменением ставок на денежном рынке изменяется доходность государственных облигаций, высокий спрос на которые традиционно предъявляется со стороны кредитных организаций. Весьма ожидаемым представляется изменение ставок на кривой бескупонной доходности, являющейся ключевым показателем долгового рынка и представляющей собой график зависимости доходности бескупонной государственной облигации от срока ее погашения. Сама кривая бескупонной доходности может принимать форму нормальной возрастающей и инвертированной, а переход из одной формы к другой происходит, как отмечается в научных исследованиях, через горб или через яму на средних срочностях [62].

Вместе с трансформацией кривой бескупонной доходности изменяются ставки по ссудным и депозитным операциям банков. Несмотря на активное развитие альтернативных форм привлечения финансового капитала, таких как краудфандинг или краудинвестинг [37], кредитные средства по-прежнему выступают основным источником заемного капитала. Кредитование физических лиц и нефинансовых организаций из реального сектора экономики также является основным направлением деятельности коммерческих банков, а главным источником привлечения финансовых средств остаются переводные и срочные депозиты домохозяйств и корпоративных клиентов. Исходя из изложенного следует, что основным каналом трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики по праву можно считать процентный канал.

На практике для кредитных организаций активные операции на рынке межбанковского кредитования, выдача займов розничным и корпоративным клиентам и покупка государственных облигаций являются альтернативными инструментами получения дохода, в связи с чем доходности каждой из рассмотренных операций должны быть сопоставимы между собой, иначе на рынке сформируется дисбаланс, способный нарушить устойчивость

финансового рынка в целом и банковского сектора в частности. Рисунок 7 показывает, что на российском рынке данный баланс, в целом, соблюдается.



Источник: составлено автором на основе данных Банка России [134], Сbonds [128].

Рисунок 7 – Параметры процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, в процентах годовых

Анализ данных, представленных на рисунке 7, показывает, что динамика краткосрочной ставки на российском денежном рынке – ставки RUONIA (Ruble Overnight Index Average) – соответствует динамике регулируемой центральным банком ключевой ставке, за исключением периода конца 2014 года, что объясняется резким повышением ключевой ставки на внеочередном заседании Совета директоров Банка России с 10,5% до 17,0% в ответ на санкционные ограничения недружественных государств. Важно подчеркнуть, что более высокие геополитические риски складывались в феврале-марте 2024 года, и еще более резкий рост ключевой ставки не привел

к тому всплеску стоимости денег на рынке межбанковского кредитования, который можно было наблюдать в 2014 г. С точки зрения автора, косвенно это может указывать на укрепление российского финансового рынка и всего банковского сектора.

Динамика доходности облигаций федерального займа со сроком погашения 10 лет и средневзвешенных процентных ставок на срок свыше 1 года сонаправлена с ключевой ставкой. В целом, анализ параметров процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики показывает, что за исследуемый период, несмотря на сокращение количества кредитных организаций в связи с оздоровлением банковской системы, на кредитном рынке произошел рост конкуренции и банковский сектор стал более устойчив. Гипотеза автора подтверждается сужением диапазона рассматриваемых показателей: ключевой ставки, ставки на рынке межбанковского кредитования, доходности долгосрочных государственных облигаций и ставок по депозитно-ссудным операциям на срок свыше 1 года. Действительно, если максимальный спред, то есть разница между минимальным и максимальным значением, в начале 2014 года составляла 12,8 процентных пункта (между уровнем ключевой ставки и ставкой по кредитам физическим лицам), то в июле 2024 года максимальный спред составлял 4,2 процентных пункта (между ставкой по кредитам нефинансовым организациям и ставкой по кредитам физическим лицам).

Несколько каналов трансмиссионного механизма – балансовый канал, узкий кредитный канал и канал благосостояния – напрямую связаны с изменением стоимости долевых ценных бумаг на фондовом рынке, поскольку динамика котировок акций складывается в том числе под воздействием инструментов монетарного регулирования.

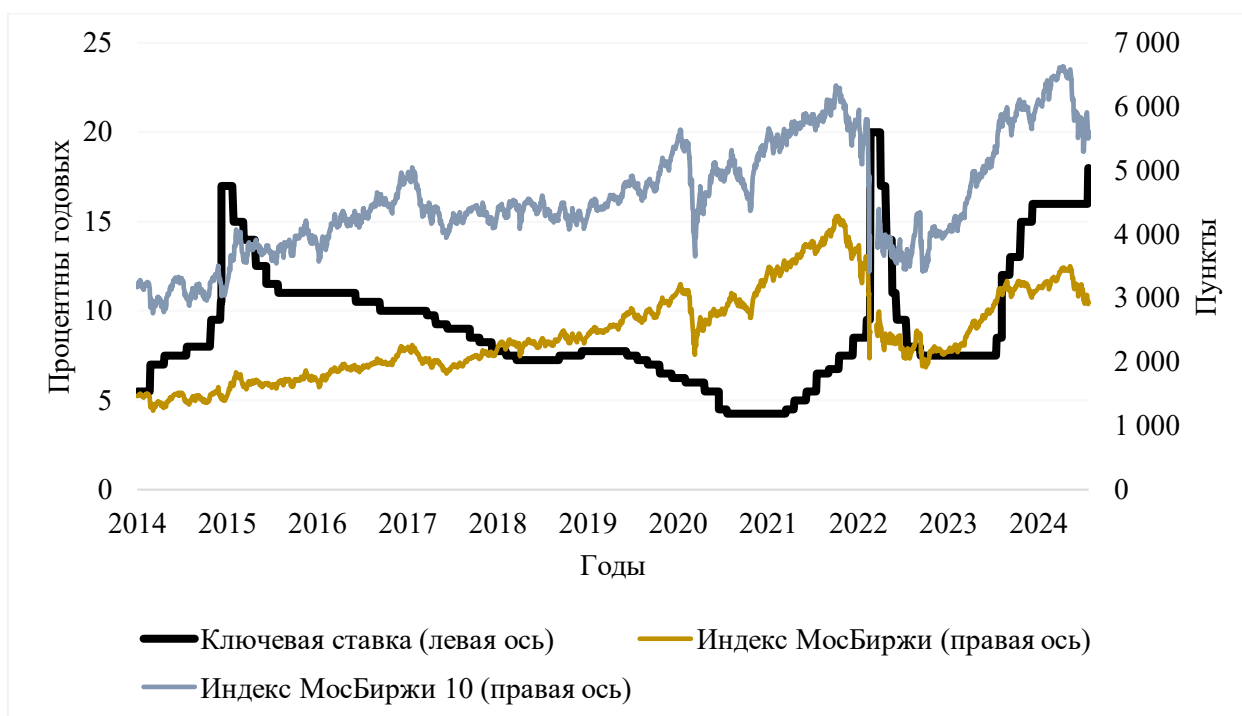
Балансовый канала трансмиссионного механизма отражает влияние обеспечения по кредитам на объемы ссудных операций. Ценные бумаги отечественных эмитентов могут выступать в качестве обеспечения при выдаче кредитов. Отсюда следует, что рост обеспечения со стороны розничного или

корпоративного заемщика повышает вероятность одобрения ему ссуды. Тем не менее, значимость рассмотренного канала ограничена ввиду незначительного числа кредитов, обеспечением по которым выступают ценные бумаги [133].

В рамках узкого кредитного канала увеличение или снижение цен на долевые финансовые активы приводит к аналогичным изменениям в части объемов кредитования, так как рост стоимости акций приводит к увеличению прибыли кредитных организаций, владеющих соответствующими ценными бумагами. Прибыль банков в этом случае будет формироваться как в результате выплаты дивидендов эмитентами, так и в результате активных операций по купле-продаже ценных бумаг на финансовом рынке. Увеличение прибыли кредитных организаций будет дополнительным фактором формирования банковского капитала, увеличение которого позволит расширить возможности кредитования.

Стоимость ценных бумаг формирует благосостояние в том числе частных инвесторов. Покупка финансовых активов позволяет формировать им своеобразный «финансовый резерв», в зависимости от уровня которого меняется склонность к потреблению и к сбережению. В условиях роста благосостояния в результате увеличения стоимости принадлежащих им акций домашние хозяйства склонны больше потреблять, таким образом воздействуя непосредственно на спрос на товары и услуги.

Исходя из изложенного следует, что котировки акций оказывают влияние на совокупный спрос, под действием которого формируются цены на продукцию и услуги. В результате, органы монетарного регулирования через балансовый канал, узкий кредитный канал и канал благосостояния воздействуют на ценовую стабильность. Стоит отметить, что котировки ценных бумаг чувствительны к решениям центрального банка по изменению уровня ключевой ставки, что подтверждают данные, представленные на рисунке 8.



Источник: составлено автором на основе данных Банка России [134], Сbonds [128].
Рисунок 8 – Динамика ключевой ставки, индекса МосБиржи и индекса МосБиржи 10

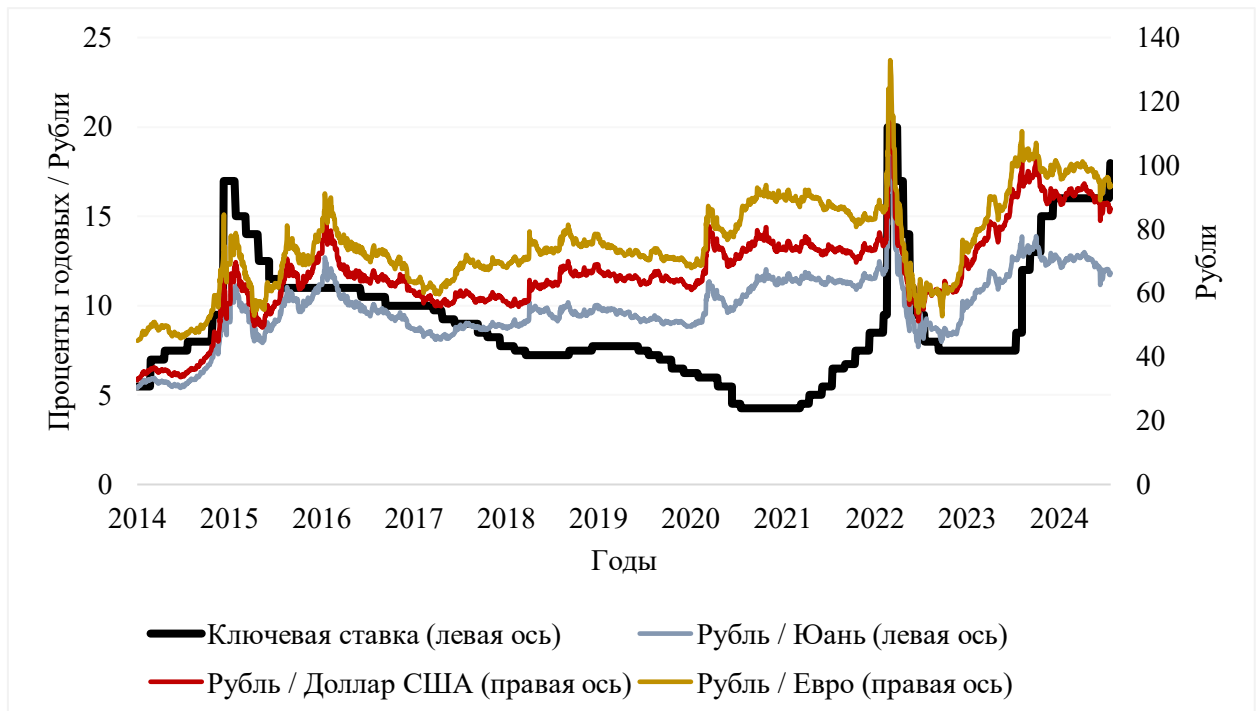
На рисунке 8 отражена динамика двух индексов Московской биржи, характеризующих динамику акций на российском фондовом рынке в целом: индекса МосБиржи и индекса МосБиржи 10. Индекс МосБиржи представляет собой ценовой композитный взвешенный по рыночной капитализации индекс российского фондового рынка, включающий в себя наиболее ликвидные акции крупнейших отечественных эмитентов. При этом индекс МосБиржи 10 рассчитывается как среднее арифметическое изменений десяти наиболее ликвидных акций, допущенных к обращению на Московской бирже, в том числе ценных бумаг иностранных эмитентов.

Можно заметить, что при прочих равных условиях смягчение денежно-кредитных условий способствует росту котировок ценных бумаг на фондовой бирже. Действительно, переход к экспансионистской монетарной политике в феврале 2015 г. и сохраняющийся до марта 2021 г. общий тренд на снижение уровня ключевой ставки позволил индексу МосБиржи и индексу МосБиржи 10 возрасти на 114% и 53% соответственно. В научных работах, в которых исследователями предпринимались попытки изучить реакцию фондового рынка на пресс-релизы мегарегулятора, отмечается, что инвесторы

позитивно реагируют на снижение уровня ключевой ставки, негативно – на ужесточение денежно-кредитной политики и нейтрально – на сохранение денежно-кредитных условий неизменными [24]. Таким образом, регулятор своим решением по изменению уровня ключевой ставки может оказать стабилизирующее воздействие на финансовый рынок, предотвращая стремительный и необоснованный рост котировок акций. В то же время смягчение денежно-кредитной политики позволит придать дополнительный импульс росту стоимости ценных бумаг, особенно с учетом того, что в настоящее время большинство ценных бумаг российских эмитентов сильно недооценены [56]. С точки зрения автора, это обусловлено как общей финансово-экономической неопределенностью, вызванной санкционным давлением, так и отсутствием глобальной конкурентоспособности российского рынка акций.

Еще одним каналом трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики выступает валютный канал, в рамках которого решения по изменению уровня ключевой ставки влияют на курс национальной валюты. Устойчивый курс служит одним из индикаторов финансовой стабильности. Невысокая волатильность национальной валюты по отношению к иностранной способствует стабильности цен на импортные товары и услуги, а также вызывает определенный интерес к российским финансовым активам у иностранных инвесторов. Влияние монетарной политики заключается в том, что более высокий уровень процентных ставок в экономике повышает доходность финансовых инструментов, тем самым вложения в рублевые финансовые активы будут увеличиваться, в том числе со стороны нерезидентов. В этом случае можно наблюдать приток иностранной валюты, который будет способствовать укреплению национальной валюты. Однако, в условиях ограничений на передвижение частного и государственного капитала действенность валютного канала ослабевает. В российских реалиях, в условиях широкого санкционного давления, динамика ключевой ставки

неоднозначно транслируется в изменение курса иностранной валюты к российскому рублю, что подтверждают данные, представленные на рисунке 9.



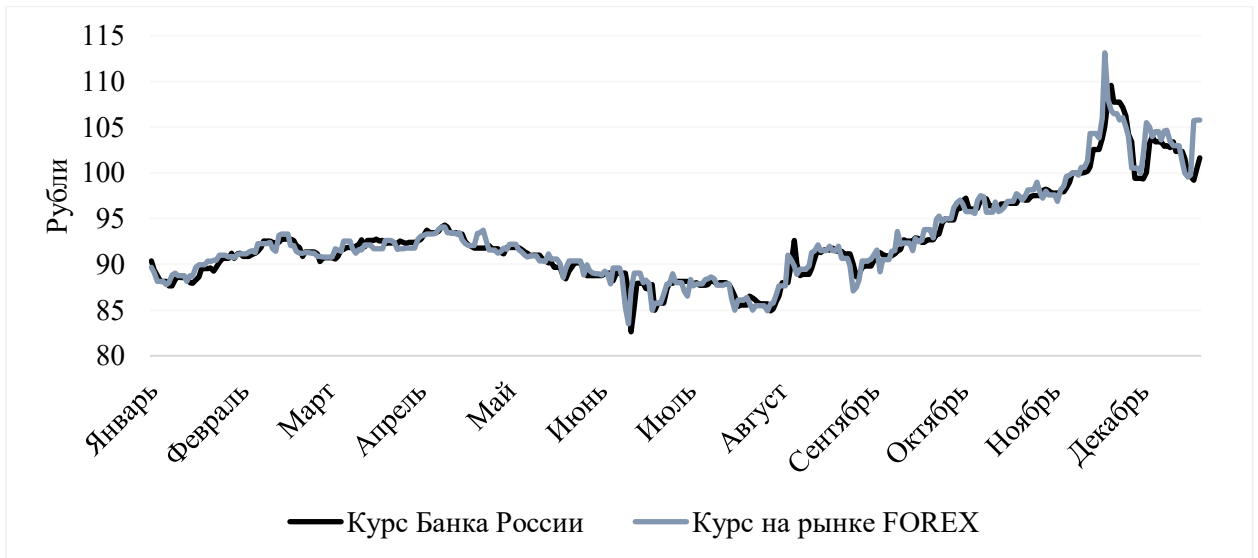
Источник: составлено автором на основе данных Банка России [134], Сbonds [128].

Рисунок 9 – Динамика ключевой ставки и курсов рубля к иностранным валютам

Можно заметить, что в первой половине 2014 г. повышение ключевой ставки способствовало укреплению национальной валюты, однако со второй половины 2014 года, когда в полной мере начало проявляться действие секторальных ограничительных мер, направленных против граждан Российской Федерации и российских корпораций, а на рынке сырьевых товаров наблюдалась тенденция к снижению цен, волатильность национальной валюты по отношению к иностранной была настолько велика, что регулятор вынужден был принимать радикальные решения с целью недопущения резкого обесценения рубля. И хотя действия центрального банка были оправданы и оказали ожидаемый эффект, с тех пор курсообразование иностранной валюты по отношению к российскому рублю определялось не мерами монетарного характера, а, скорее, геоэкономическими условиями и геополитической неопределенностью. Лишь в период с весны 2018 г. до конца 2021 г. снижение и повышение ключевой ставки приводило, как правило, к обесценению и укреплению национальной валюты соответственно.

При этом в последующие годы на фоне усугубления санкционного давления в отношении российских физических и юридических лиц динамика курса национальной валюты определялась нормативно-правовыми актами, устанавливающими обязательную продажу валютной выручки экспортеров на внутреннем валютном рынке [3; 4]. Стоит отметить, что подобные меры административного характера служат еще одним инструментом обеспечения финансовой стабильности, благодаря которым высокий спрос на иностранную валюту удовлетворялся необходимым предложением этой валюты со стороны российских экспортеров.

Помимо рассмотренных каналов трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Банка России включает в себя еще ряд немонетарных факторов, к числу которых традиционно относят бюджетно-налоговую политику, устанавливаемые пошлины и квоты в рамках осуществления внешнеторговой деятельности, состояние мирового финансового рынка и др. В последнее время выросла роль санкций недружественных государств, расширение которых стоит рассматривать как отрицательный шок для национальной экономики и финансовой стабильности. Создаваемые извне ограничения оказывают дестабилизирующее воздействие и искажают рыночный механизм ценообразования. Пример таких искажений можно было наблюдать на валютном рынке, когда в июне 2024 года Министерством финансов США были введены блокирующие санкции против Московской биржи, Национального клирингового центра и Национального расчетного депозитария [140]. Введение таких ограничительных мер привело к необходимости центральному банку изменить методику расчета официальных курсов доллара США, евро и гонконгского доллара к российскому рублю. В результате, разница между устанавливаемым Банком России курсом доллара США к российскому рублю и аналогичным курсом, формируемым на рынке FOREX, увеличилась, что подтверждают данные на рисунке 10.



Источник: составлено автором на основе данных Cbonds [128].

Рисунок 10 – Динамика валютной пары «Российский рубль / Доллар США» в 2024 году

Анализ данных, представленных на рисунке 10, показывает, что разница между курсом национальной валюты по отношению к доллару США, установленным регулятором, и аналогичным курсом, формируемым на рынке FOREX, во второй половине 2024 года выше, чем в первой половине. Действительно, если отклонение по модулю между рассматриваемыми курсами до 12 июня составляло в среднем 0,46 руб., то после введения описанных ограничений со стороны Министерства финансов США и до конца 2024 года среднее значение соответствующего отклонения увеличилось более чем в два раза, до 0,96 руб.

Анализ трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики показал, что Банк России, имплементируя основной инструмент денежно-кредитной политики, через различные каналы стремится обеспечить ценовую стабильность. Но монетарная политика регулятора, хоть и в качестве «побочных эффектов», оказывает воздействие и на ряд других показателей, отражающих уровень финансовой стабильности и воздействующих на него. К числу таких показателей, на которые воздействует ключевая ставка в рамках трансмиссионного механизма, исходя из факторов финансовой стабильности, описанных автором ранее, относятся цены акций на финансовом рынке, объемы кредитования, валютный курс и др. Высокая волатильность соответствующих показателей указывает, с одной стороны, на нестабильность

на финансовом рынке и, с другой стороны, на отсутствие четкого восприятия участниками финансового рынка прогнозной динамики показателей. При этом высокие значения ставок по кредитам или доходности по долговым ценным бумагам, воздействие на которые оказывается через процентный канал трансмиссионного механизма, отражает накопление значительных рисков на финансовом рынке. Кроме того, важным показателем в контексте обеспечения финансовой стабильности выступает показатель кредитный гэп, описанный в предыдущей главе. Отсюда вытекает необходимость проведения анализа взаимосвязи между ключевой ставкой и соответствующими показателями, что побудило автора разработать методику оценки взаимосвязи ключевой ставки с показателями, отражающими уровень финансовой стабильности и воздействующими на него.

В первую очередь, в рамках разработанной методики анализ взаимосвязи между показателями осуществлялся автором посредством проведения корреляционного анализа, однофакторного дисперсионного анализа и двухвыборочного F-теста для дисперсий. Так, коэффициент корреляции позволяет определить степень сонаправленности изменений двух показателей в динамике, p-value однофакторного дисперсионного анализа отражает степень равенства средних значений темпов прироста исследуемых показателей, а p-value двухвыборочного F-теста для дисперсий указывает на степень сопоставимости дисперсий рассматриваемых показателей. Результаты статистической оценки приведены в таблице 6.

Таблица 6 – Результаты статистической оценки взаимосвязи ключевой ставки с показателями, отражающими уровень финансовой стабильности и воздействующими на него

Показатель	Коэффициент корреляции	p-value однофакторного дисперсионного анализа	p-value двухвыборочного F-теста для дисперсий
1	2	3	4
Индекс Мосбиржи	-0,1593	0,5348	<<0,05

Продолжение таблицы 6

1	2	3	4
Российский рубль / Доллар США	0,3303	0,6881	<<0,05
Доходность государственных облигаций со сроком погашения 10 лет	0,8243	0,5286	<<0,05
Ставки по кредитам для нефинансовых организаций на срок свыше 1 года	0,8611	0,4125	<<0,05
Ставки по кредитам для физических лиц на срок свыше 1 года	0,6112	0,3033	<<0,05
Темп прироста кредитования нефинансовых организаций и индивидуальных предпринимателей	-0,0843	0,3015	<<0,05
Темп прироста кредитования физических лиц	-0,1844	0,7367	0,7115
Кредитный гэп	-0,0355	0,3018	<<0,05
Примечание – p-value однофакторного дисперсионного анализа и двухвыборочного F-теста для дисперсий рассчитаны на уровне значимости 5%.			

Источник: составлено автором на основе данных Банка России [134], Cbonds [128], Банка международных расчетов [141].

Так, автором была проведена оценка динамики отобранных для анализа показателей за период с января 2014 г. по июль 2024 г., за исключением темпов прироста кредитования нефинансовых организаций, индивидуальных предпринимателей (далее – ИП) и физических лиц. В связи с ограниченным объемом данных в открытом доступе, взаимосвязь между ключевой ставкой и темпами прироста кредитования проанализирована за период с января 2019 г. по июль 2024 г.

Благодаря рассчитанным показателям можно рассмотреть взаимосвязь между ключевой ставкой и некоторыми показателями, отражающими уровень финансовой стабильности и воздействующими на него, с разных сторон, однако не представляется возможным однозначно определить, какой показатель наиболее чувствителен к принимаемым Банком России решениям по изменению или сохранению уровня ключевой ставки. При этом

национальному регулятору важно понимать, как сильно его решения в рамках монетарной политики влияют на рассматриваемые показатели в целях исключения негативного влияния на финансовую стабильность. В этой связи, в рамках разработанной методики, во вторую очередь, необходим расчет обобщающего показателя, комплексно оценивающего взаимосвязь между исследуемым инструментом денежно-кредитного регулирования с другими показателями [59]. Расчет обобщающего показателя будет осуществляться согласно формуле (2)

$$I_{\beta} = k_1 \times corr_{\alpha,\beta} + k_2 \times PV.ANOVA_{\alpha,\beta} + k_3 \times PV.F_{\alpha,\beta}, \quad (2)$$

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.

Формула расчета обобщающего показателя включает в себя результаты статистической оценки, проведенной разными методами. Действительно, корреляционный анализ, однофакторный дисперсионный анализ и двухвыборочный F-тест для дисперсий позволяют оценить взаимосвязь между основным инструментом монетарного регулирования и рядом других показателей, отражающих уровень финансовой стабильности и воздействующих на него. Однако включение результатов подобных статистических оценок в единый показатель способствует уточнению влияния ключевой ставки на исследуемые показатели и получению более точной оценки такого влияния.

Итак, на основе формулы (2) автором был проведен расчет обобщающего показателя, позволяющего комплексно оценить взаимосвязь между ключевым инструментом монетарного регулирования экономики и некоторыми показателями, отражающими уровень финансовой стабильности и воздействующими на него. При этом значения коэффициентов, стоящих перед переменными в формуле, были установлены следующие: $k_1 = 0,4$, $k_2 = 0,3$, $k_3 = 0,3$. Результаты расчетов автора представлены в таблице 7.

Таблица 7 – 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.

Помимо расчета значений обобщающего показателя для каждого рассматриваемого показателя автором был составлен рейтинг показателей, наиболее зависимых от уровня ключевой ставки. Можно заметить, что от рассматриваемого инструмента денежно-кредитной политики в наибольшей степени зависят темпы прироста кредитования физических лиц. Следует также отметить высокий уровень взаимосвязи между ключевой ставкой и среднесрочными процентными ставками по кредитам нефинансовым

организациям и физическим лицам, но при этом взаимосвязь между инструментом монетарного регулирования и темпами прироста кредитования нефинансовых организаций и ИП, а также кредитным гэпом существенно меньше. Существенное различие между значениями обобщающего критерия, рассчитанными для темпов прироста розничного и корпоративного кредитования, позволяет утверждать, что на объемы кредитования нефинансовых организаций и индивидуальных предпринимателей, помимо стоимости привлечения заемного капитала, влияет еще множество факторов, в том числе неденежных, таких как кредитный рейтинг заемщика, его кредитная история, действие мер государственной поддержки и т.д. Таким образом, денежно-кредитная политика должна быть согласованной с другими видами политик с целью достижения большего эффекта с точки зрения влияния на темпы прироста корпоративного кредитования. Ряд практических рекомендаций по повышению согласованности между денежно-кредитной и другими видами политик представлен автором в следующей главе.

В рамках проведения оценки взаимосвязи ключевой ставки на показатели, отражающие уровень финансовой стабильности и влияющие на него, важно подчеркнуть, что национальному регулятору необходимо на постоянной основе актуализировать данные расчеты. При этом, в зависимости от степени значимости для национального регулятора каждого статистического показателя, включаемого в формулу расчета обобщающего показателя, регулятором в рамках проводимой оценки может быть принято решение об изменении значений коэффициентов. Результаты регулярной оценки такой взаимосвязи позволят регулятору отслеживать степень воздействия ключевой ставки как инструмента денежно-кредитной политики на показатели, отражающие уровень финансовой стабильности и влияющие на него. Отражение невысокого уровня влияния рассматриваемого инструмента монетарного регулирования на какой-либо из рассматриваемых показателей показывает, что принятие решения об изменении уровня ключевой ставки может не оказать значимого эффекта на динамику соответствующего

показателя. В этой связи, в контексте повышения уровня финансовой стабильности исследуемый инструмент денежно-кредитной политики может быть не столь результативен.

Итак, автором был рассмотрен трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, в рамках которого решения Банка России по изменению уровня ключевой ставки направлены на обеспечение ценовой стабильности через различные каналы. Автор отмечает, что наибольшей значимостью по праву обладает процентный канал, отражающий влияние основного инструмента монетарной политики на процентные ставки по ссудно-депозитным операциям кредитных организаций. При этом отмечается ограниченность действия балансового и валютного каналов трансмиссионного механизма, что в целом подтверждают результаты проведенной автором оценки взаимосвязи между ключевой ставкой и показателями финансовой стабильности. В целях проведения комплексной оценки влияния рассматриваемого инструмента денежно-кредитного регулирования на некоторые показатели, отражающие уровень финансовой стабильности и воздействующие на него, и выявления наиболее чувствительных к изменению ключевой ставки метрик автором была разработана методика соответствующей оценки. Методика оценки взаимосвязи ключевой ставки с показателями, отражающими уровень финансовой стабильности и воздействующими на него, помимо прочего предполагает проведение анализа с использованием статистических методов исследования и расчет обобщающего показателя с установлением коэффициентов, определяющих значимость каждой переменной, входящей в формулу расчета обобщающего показателя. Расчет указанного показателя позволил составить рейтинг показателей, у которых наблюдается наибольшая и наименьшая взаимосвязь с уровнем ключевой ставки. Результаты расчета обобщающего показателя позволяют оценить степень указанной взаимосвязи и на этой основе принимать взвешенные решения по темпам изменения ключевой ставки, в связи с чем регулятору следует на постоянной основе актуализировать расчеты

в рамках соответствующей оценки. Однако важно подчеркнуть, что национальным регуляторам при принятии решений о сохранении или изменении уровня ключевой ставки следует ориентироваться не только на результаты расчета обобщающего показателя, но и на результаты отдельных статистических оценок.

2.2 Оценка уровня согласованности между монетарной и пруденциальной политиками на основе зарубежного опыта в целях достижения финансовой стабильности

В рамках единой государственной экономической политики органы государственной власти на федеральном и региональном уровнях и различные регуляторы осуществляют бюджетно-налоговое, денежно-кредитное, таможенно-тарифное и другие формы регулирования. Важной особенностью общеэкономической политики является обеспечение согласованности и взаимодополняемости между всеми видами экономической политики. В целях ограничения рисков финансовой стабильности и снижения темпов роста кредитования, завышенный уровень которых способствует возникновению диспропорций в финансово-кредитной сфере и появлению дисбалансов между совокупным спросом и предложением, необходима координация мер денежно-кредитного и пруденциального характера. Рассмотренные в предыдущей главе инструменты денежно-кредитной политики, микро- и макропруденциального регулирования могут иметь сдерживающий или стимулирующий характер. Для достижения большего эффекта в части влияния на темпы роста кредитования важно согласовывать направленность мер монетарной и пруденциальной политики. Отсюда следует, что рестрикционной денежно-кредитной политике должна соответствовать жесткая пруденциальная политика, а экспансионистской монетарной политике – мягкое пруденциальное регулирование, не предполагающее завышение требований к кредитным организациям по соблюдению нормативов,

устанавливаемых регулятором, в том числе при выдаче ссуд заемщикам. Разнонаправленный характер действий регулятора и несогласованность соответствующих политик могут препятствовать достижению необходимого результата.

Обращаясь к опыту Китайской Народной Республики, можно заметить, что принятые в рамках пруденциального регулирования меры, ограничивающие финансовые риски в отдельных сегментах кредитования, могут не согласовываться с общей направленностью денежно-кредитной политики. Например, в 2021-2022 гг. динамика базовой процентной ставки характеризовалась нисходящим трендом. Снижение базовой процентной ставки, одного из основного инструмента денежно-кредитной политики Народного банка Китая, в последующем транслировалось на снижение процентных ставок по кредитам для конечных заемщиков. Таким образом, цена заемных источников финансирования снижалась, что выступало дополнительным условием для наращивания темпов роста кредитования. Однако ежеквартальный темп прироста задолженности домашних хозяйств по кредитам, напротив, снижался, что подтверждают данные из таблицы 8.

Таблица 8 – Монетарное и пруденциальное регулирование в Китае в 2021-2022 гг.

В процентах

Квартал	Темп прироста задолженности домашних хозяйств по кредитам	Темп прироста задолженности юридических лиц по кредитам	Базовая процентная ставка	Норма обязательных резервов по депозитам в иностранной валюте
1	2	3	4	5
I квартал 2021 г.	4,08	3,55	3,85	5,00
II квартал 2021 г.	3,08	1,41	3,85	7,00
III квартал 2021 г.	2,66	0,99	3,85	7,00
IV квартал 2021 г.	2,29	0,38	3,80	9,00

Продолжение таблицы 8

В процентах

1	2	3	4	5
I квартал 2022 г.	1,80	4,56	3,70	9,00
II квартал 2022 г.	1,32	2,24	3,70	8,00
III квартал 2022 г.	1,71	1,60	3,65	6,00
IV квартал 2022 г.	0,56	0,67	3,65	6,00
Примечание – значения базовой процентной ставки и нормы обязательных резервов по депозитам в иностранной валюте представлены на конец периода.				

Источник: составлено автором на основе данных Банка международных расчетов [141], Международного валютного фонда [148].

Анализ представленных в таблице 8 данных показывает, что в ответ на замедление темпов прироста розничного и корпоративного кредитования регулятор перешел к циклу снижения базовой процентной ставки. Однако соответствующая политика не приводила к ожидаемому результату: темпы прироста кредитования домашних хозяйств и корпораций не переходили к устойчивому росту. Складывающаяся динамика как розничного, так и корпоративного кредитования указывала на необходимость использования еще одного инструмента денежно-кредитной политики – норматива обязательных резервов. Если на протяжении 2021 года значение норматива обязательных резервов по депозитам, размещенным финансовыми организациями в иностранной валюте, повышалось, то во II и III кварталах 2022 года Народный банк Китая принимал решение о снижении данного норматива на 1 и на 2 процентных пункта соответственно. Таким образом, переход к экспансионистской денежно-кредитной политике оказался недостаточным с точки зрения наращивания темпов роста кредитования.

Исследуя пруденциальную политику, следует отметить, что за рассматриваемый период регулятором не принимались какие-либо существенные решения по ее смягчению или ужесточению в отношении требований к поддержанию достаточности капитала, к контрциклическому

буферу капитала, к нормативам ликвидности кредитных организаций и т.д. Однако, Народным банком Китая совместно с Комиссией по регулированию банковской и страховой деятельности Китая было принято решение о создании системы управления концентрацией жилищных кредитов в кредитных организациях. Разработанная система предполагала установление предельного значения доли ипотечных кредитов в общем кредитном портфеле банков. Такого рода ограничения устанавливались для банков из пяти разных категорий, где наибольшая доля в размере 32,5% устанавливалась для крупных банков, а наименьшая доля в размере 7,5% – для небольших, окружных банков. Таким образом, решение о введении ограничений в сегменте ипотечного кредитования позволило замедлить темпы роста розничного кредитования, несмотря на стимулирующую монетарную политику. Причем важно отметить целевой характер принятых мер: в рамках пруденциального регулирования Народный банк Китая не прибегнул к повышению общих нормативов, предъявляемых к капиталу или показателям ликвидности. Регулятор разработал инструмент, ограничивающий риски в конкретном сегменте кредитования, тем самым повысив общую финансовую стабильность.

Одним из важных показателей пруденциального регулирования, явным образом изменяющий параметры кредитования, выступает отношение кредита к залоговой стоимости имущества – loan-to-value (далее – LTV). В современной практике мировые регуляторы, как правило, устанавливают максимальные значения для данного показателя при выдаче ссуд заемщикам на приобретение жилья или автомобиля. Так, в рамках автокредитования и ипотечного кредитования приобретаемая недвижимость выступает в качестве залога, то есть обеспечения по кредиту. Отсюда следует, что отношение выданной ссуды к залоговой стоимости ограничивает объем потенциального кредита, который может быть выдан физическому лицу, и, соответственно, снижает кредитные риски для банков. В то же время LTV определяет размер первоначального взноса, который должен уплатить заемщик из собственных средств. В этой связи повышение LTV снижает процент первоначального

взноса, тем самым облегчая условия кредитования для розничных заемщиков. Снижение данного норматива, напротив, увеличивает ту часть стоимости недвижимости, которая должна быть оплачена собственными средствами заемщика.

Опыт использования описанного инструмента пруденциальной политики в предыдущие годы в Китайской Народной Республике показывает, что сонаправленность монетарного регулирования с регулированием показателя LTV способствует достижению поставленных задач. Например, в 2007 году Народный банк Китая перешел к рестрикционной денежно-кредитной политике ввиду завышенных темпов роста розничного кредитования, о чем свидетельствуют данные таблицы 9.

Таблица 9 – Монетарное и пруденциальное регулирование в Китае в 2007 г.

В процентах

Квартал	Темп роста задолженности домашних хозяйств по кредитам	Среднее значение LTV	Ставка кредитования на 1 год ¹⁾	Норма обязательных резервов ^{1), 2)}
II квартал 2007 г.	8,33	73,33	6,57	11,50
III квартал 2007 г.	8,36	71,67	7,29	12,50
IV квартал 2007 г.	2,43	71,67	7,47	14,50
Примечания				
1 Значения ставки кредитования на 1 год и нормы обязательных резервов представлены на конец периода.				
2 Норма обязательных резервов применяется в отношении государственных и акционерных коммерческих банков				

Источник: составлено автором на основе данных Банка международных расчетов [141], Международного валютного фонда [148].

Анализ представленных в таблице 9 данных показывает, что в период с II квартала по IV квартал 2007 года монетарное регулирование Народного банка Китая было направлено на ужесточение денежно-кредитных условий: увеличивалась как ставка кредитования на один год, выступающая в то время в качестве текущей базовой процентной ставки, так и норма обязательных резервов для коммерческих банков. Стоит также подчеркнуть, что за

соответствующий период решения по изменению нормы обязательных резервов принимались регулятором ежемесячно, за исключением июля. Таким образом, Народный банк Китая преследовал цель замедлить темпы роста кредитования в целях сокращения накопленных рисков в финансовой системе. Аналогичные меры регулятор принимал и в рамках пруденциальной политики, снижая показатель loan-to-value и тем самым увеличивая размер первоначального взноса для домохозяйств. Кроме того, в сентябре 2007 года была повышена минимальная ставка кредитования домашних хозяйств. При этом каких-либо других мер, в том числе в отношении нормативов достаточности капитала или ликвидности финансовых организаций, не принималось. В результате, принятые Народным банком Китая решения позволили заметно снизить темпы роста розничного кредитования.

Тем не менее, в зарубежной практике встречаются случаи, когда изменения LTV не согласуются с общей направленностью денежно-кредитной политики. Так, в 2018 году Банк Индонезии проводил политику кредитной рестрикции, что представлено в таблице 10.

Таблица 10 – Монетарное и пруденциальное регулирование в Индонезии в 2018 г.

В процентах

Квартал	Темп прироста задолженности домашних хозяйств по кредитам	Темп прироста задолженности юридических лиц по кредитам	Среднее значение LTV	Ставка по операциям РЕПО на 7 дней
II квартал 2018 г.	1,60	7,14	82,00	5,25
III квартал 2018 г.	3,06	4,07	86,67	5,75
IV квартал 2018 г.	2,11	2,65	86,67	6,00
Примечание – значения ставки по операциям РЕПО на 7 дней представлены на конец периода.				

Источник: составлено автором на основе данных Банка международных расчетов [141], Международного валютного фонда [148].

Анализ данных из таблицы 10 показывает, что в период со II по IV квартал 2018 года устанавливаемая Банком Индонезии ставка по

операциям РЕПО на 7 дней неуклонно росла. Как уже было рассмотрено ранее, подобная политика регулятора приводит к увеличению стоимости кредитования для конечных заемщиков, тем самым создавая для последних менее благоприятные условия для получения займа в кредитных организациях и других финансовых учреждениях. Отсюда следует, что рестрикционная денежно-кредитная политика Банка Индонезии была направлена на снижение темпов роста кредитования. Действительно, можно заметить, что ежеквартальные темпы прироста корпоративной задолженности устойчиво сокращались. Однако динамика темпов прироста задолженности домашних хозяйств в рассматриваемом периоде была не столь однозначна: увеличение в III квартале и снижение в IV квартале. С точки зрения автора, подобная динамика складывалась в том числе вследствие повышения значения LTV, которое способствовало смягчению условий кредитования для розничных заемщиков. Таким образом, в данном случае можно вновь наблюдать несогласованность между денежно-кредитной и пруденциальной политикой.

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. Такая разнонаправленность в мерах монетарного и пруденциального регулирования оправдана в случаях, когда инструменты пруденциальной политики воздействуют не на общую динамику кредитования, а лишь на отдельные его сегменты. В этих случаях, действительно, целесообразно ограничиться мерами пруденциального регулирования, не принимая решения по ужесточению или смягчению монетарной политики. Однако при стремлении регулятора воздействовать на темпы роста кредитования в целом, с точки зрения автора, необходимо

совместно использовать инструменты как денежно-кредитного, так и пруденциального регулирования. Это побудило автора оценить общий уровень согласованности между денежно-кредитной и пруденциальной политикой, характерный для разных государств: как с развитыми финансовыми рынками (США, Великобритания, Франция и др.), так и с развивающимися (Аргентина, Индия, Бразилия, Китай и др.) [58].

Для проведения соответствующей оценки автором был разработан метод, предполагающий расчет интегрального показателя, позволяющего установить в процентном соотношении степень согласованности мер монетарного и пруденциального характера, согласно формулам (3)-(5)

$$I = \left(d_y \times \frac{Y_{\text{пп,дкп}}}{Y_{\text{пп}}} + d_c \times \frac{C_{\text{пп,дкп}}}{C_{\text{пп}}} \right) \times 100\%, \quad (3)$$

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

$$d_c = \frac{C_{\text{пп}}}{Y_{\text{пп}} + C_{\text{пп}}}, \quad (5)$$

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;

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

$S_{\text{ПП}}$ – общее количество случаев смягчения пруденциальной политики.

Для целей проведения настоящей оценки автор определил, что инструментом денежно-кредитной политики выступают процентные ставки, устанавливаемые национальными регуляторами и используемые ими в дальнейшем для осуществления операций по предоставлению ликвидности банковскому сектору или ее абсорбированию. Снижение соответствующих ставок характеризует смягчение денежно-кредитной политики, а повышение – ужесточение монетарного регулирования. Таким образом, автором были рассмотрены случаи ежемесячного изменения величины соответствующих ставок в период с 2005 по 2023 гг.

Поскольку изменение процентных ставок в экономике транслируется на все сегменты кредитования всех кредитных организаций, в рамках пруденциальной политики для целей проведения настоящей оценки важно также определить такие инструменты, которые обладали бы обширным характером воздействия на весь банковский сектор вне зависимости от конкретных сегментов кредитования. В этой связи за ужесточение или смягчение пруденциального регулирования автором принимались решения национальных регуляторов по снижению или увеличению требований к минимальному капиталу, антициклического буфера капитала, буфера на поддержание достаточности капитала и нормативов достаточности капитала, включающие в свой расчет весовые коэффициенты риска. Указанные инструменты обладают широким спектром воздействия на кредитные организации, вынуждая последних корректировать свою политику кредитования.

Важно подчеркнуть, что устанавливаемые национальными регуляторами процентные ставки в рамках денежно-кредитной политики изменяют цену денег для кредитных организаций, в то время как меры пруденциального характера предъявляют строгие требования к банкам, соблюдение которых для них обязательно и требует корректировок своей внутренней политики по управлению активами и пассивами. Именно поэтому инструменты монетарного регулирования характеризуются большей гибкостью в применении и имплементируются с большей частотой, чем меры пруденциальной политики, что подтверждают данные таблицы 11.

Таблица 11 – Количество случаев смягчения и ужесточения пруденциальной и денежно-кредитной политики в 2005-2023 гг.

Страна	Инструменты ПП		Инструменты ДКП	
	Ужесточение ПП, всего	Смягчение ПП, всего	Ужесточение ДКП, всего	Смягчение ДКП, всего
1	2	3	4	5
Аргентина	3	3	71	45
Бразилия	8	2	45	58
Китай	7	0	13	22
Франция	9	3	21	15
Германия	7	2	21	15
Индия	6	4	32	24
Индонезия	5	2	31	46
Италия	6	2	21	15
Россия	10	1	30	50
Саудовская Аравия	5	0	26	8
ЮАР	6	2	27	18
Турция	5	0	21	58
Великобритания	9	5	21	12
США	4	3	32	12
Мексика	6	2	48	40

Продолжение таблицы 11

1	2	3	4	5
Итого	96	31	460	438
Примечания				
1 ПП – пруденциальная политика.				
2 ДКП – денежно-кредитная политика				

Источник: составлено автором на основе данных Международного валютного фонда [148].

Стоит отметить, что в рамках настоящего исследования автором был составлен перечень из 15 государств, инструменты монетарного и пруденциального регулирования которых были проанализированы. Выбранные для исследования страны занимают лидирующие позиции по объемам валового внутреннего продукта, численности населения, территориальной площади, количеству научных публикаций финансово-экономического характера в международных базах научного цитирования и входят в различные международные организации и сообщества, такие как G20, G7, БРИКС, ШОС и др. Отсюда следует, что данные государства вносят значимый вклад в международное финансово-экономическое развитие. Примечательно, что в перечень исследуемых государств входят страны, различающиеся между собой как по уровню развития финансового рынка, так и по уровню национального дохода на душу населения.

Итак, представленные в таблице 11 данные показывают, что решения об изменении процентных ставок в экономике принимаются значительно чаще, чем инструменты пруденциального регулирования. Действительно, если в 2005-2023 гг. определяемые национальными регуляторами исследуемых государств процентные ставки изменялись относительно предыдущего месяца 898 раз, то параметры пруденциального регулирования в части требований к минимальной величине капитала, антициклического буфера капитала, буфера на поддержание достаточности капитала и нормативов достаточности капитала изменялись 127 раз. Исходя из изложенного следует, что регуляторы более склонны применять инструменты монетарной политики.

С точки зрения автора, согласованность между денежно-кредитной и пруденциальной политикой наблюдается в том случае, когда решения по изменению параметров пруденциального регулирования подкрепляются аналогичными мерами монетарного характера, и наоборот. Причем после принятия первого решения в рамках одной политики регулятору необходимо время для анализа финансово-экономических последствий принятого решения. Поэтому аналогичное решение в рамках другой политики может быть принято с определенным временным лагом. В рамках проведения оценки согласованности денежно-кредитной и пруденциальной политики автор определил для инструментов монетарного регулирования временной лаг в 2 месяца до или после месяца принятия решения в рамках пруденциальной политики. Таким образом, согласованность будет наблюдаться в следующих случаях:

а) если вслед за изменением пруденциальной политики в течение следующих двух месяцев будет принято аналогичное решение в части денежно-кредитного регулирования;

б) если не более чем за два месяца до ужесточения или смягчения пруденциальной политики было принято решение об ужесточении или смягчении монетарного регулирования соответственно.

Результаты рассчитанного автором интегрального показателя согласованности для 15 государств на основе данных об изменении монетарного и пруденциального регулирования за период с 2005 по 2023 гг. представлены в таблице 12.

Таблица 12 – Результаты рассчитанного интегрального показателя согласованности пруденциального регулирования с денежно-кредитной политикой

№	Страна	Ужесточение ПП, всего	Ужесточение ПП и ДКП, всего	Смягчение ПП, всего	Смягчение ПП и ДКП, всего	Интегральный показатель, в процентах
1	2	3	4	5	6	7
1	ЮАР	6	4	2	2	75,0
2	Велико- британия	9	5	5	4	64,3

Продолжение таблицы 12

1	2	3	4	5	6	7
3	Мексика	6	3	2	2	62,5
4	Индонезия	5	1	2	2	42,9
5	США	4	1	3	2	42,9
6	Бразилия	8	2	2	2	40,0
7	Саудовская Аравия	5	2	0	0	40,0
8	Италия	6	3	2	0	37,5
9	Россия	10	4	1	0	36,4
10	Аргентина	3	1	3	1	33,3
11	Индия	6	1	4	2	30,0
12	Турция	5	1	0	0	20,0
13	Франция	9	2	3	0	16,7
14	Китай	7	1	0	0	14,3
15	Германия	7	1	2	0	11,1
Примечания						
1 ПП – пруденциальная политика.						
2 ДКП – денежно-кредитная политика						

Источник: составлено автором на основе данных Банка международных расчетов [141], Международного валютного фонда [148].

Анализ полученных автором результатов оценки согласованности между денежно-кредитной и пруденциальной политикой позволил определить, что наивысший уровень согласованности наблюдается у Южно-Африканской Республики. Наименьшую согласованность, согласно расчетам автора, можно наблюдать у Федеративной Республики Германии. Примечательно, что в перечне государств, распределенных в таблице 12 по значению интегрального показателя (от наибольшего к наименьшему), Французская Республика также расположилась в нижней части, на 13 месте. С точки зрения автора, такое расположение европейских государств в составленном перечне может быть обусловлено тем, что решения в части денежно-кредитной политики в Европейском союзе принимаются единым регулятором – Европейским центральным банком. Отсюда следует, что

решения об ужесточении или смягчении монетарного регулирования принимаются на основе анализа финансово-экономических реалий всех стран, на которые впоследствии и будет распространяться действие принятого регулятором решения. Таким образом, наличие предпосылок для смягчения или ужесточения денежно-кредитного регулирования отдельно в Германии или во Франции не гарантирует принятие соответствующего решения со стороны Европейского центрального банка. Вероятно, это и обуславливает невысокий уровень согласованности между монетарной политикой и пруденциальным регулированием.

Итак, автором был рассмотрен зарубежный опыт обеспечения финансовой стабильности путем имплементации мер монетарного и пруденциального характера. Было выявлено, что в отдельных случаях, с целью недопущения возникновения избыточных рисков в конкретных сегментах кредитования, инструменты пруденциального регулирования могут не согласовываться с общей направленностью денежно-кредитной политики. В целях определения общего уровня согласованности пруденциального регулирования с монетарной политикой автором был разработан метод, предполагающий расчет интегрального показателя. Расчет интегрального показателя на основе данных об изменении пруденциальной и денежно-кредитной политики за период с 2005 по 2023 гг. для 15 государств позволил выявить страны с наибольшим и с наименьшим уровнем согласованности соответствующих политик. Разработанный метод оценки уровня согласованности позволяет регулятору своевременно учитывать возможности и угрозы для денежно-кредитной политики от изменения условий макро- и микропруденциального регулирования и наоборот. Стоит отметить, что результаты проведенной автором оценки не позволяют однозначно утверждать, что наивысший уровень согласованности наблюдается в странах с развитыми финансовыми рынками или в странах с развивающимися финансовыми рынками. Таким образом, политика национальных регуляторов по обеспечению финансовой стабильности путем

имплементации инструментов денежно-кредитного и пруденциального регулирования носит индивидуальный характер.

2.3 Необходимые условия и потенциальные ограничения развития финансовой доступности и финансовой инклюзивности в целях обеспечения финансовой стабильности

Рассмотрение терминологической дефиниции «финансовая инклюзивность» следует начать с определения инклюзивности как таковой. Инклюзивность, или инклюзия, предполагает включенность чего-либо или кого-либо в общий процесс. В социальной среде под инклюзивностью, как правило, понимается процесс включения людей с ограниченными возможностями в активную жизнь социума. В таком контексте данное понятие используется исследователями из самых разных областей: образования [45], архитектуры [71], организационной производительности [40] и др. Исходя из междисциплинарности данного понятия следует, что инклюзивность может быть инкорпорирована в сферу финансовых отношений.

Одно из первых определений финансовой инклюзивности было сформулировано в октябре 2012 года на конференции Глобального партнерства по финансовой инклюзивности пятью ключевыми международными организациями по установлению стандартов: Базельским комитетом по банковскому надзору, Комитетом по вопросам платежных и расчетных систем, Группой разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег, Международной ассоциацией страховщиков депозитов и Международной ассоциацией страхового надзора. Финансовая инклюзивность была определена как состояние, при котором люди трудоспособного возраста обладают эффективным доступом к кредитам, сбережениям, платежам и продуктам страхования от официальных поставщиков услуг [145]. При этом эффективный доступ подразумевает удобное и ответственное оказание услуг по цене, доступной для клиента и приемлемой для поставщика услуг, в

результате чего даже финансово исключенные субъекты экономической деятельности пользуются формальными финансовыми услугами, а не существующими «теневыми» вариантами. Иное определение представлено в докладе, составленном Всемирным банком совместно с Народным банком Китая в рамках исследования финансовой инклюзивности в Китайской Народной Республике. В соответствующем документе финансовая инклюзивность определяется как приобретение и использование ряда финансовых продуктов и услуг частными лицами, а также микро- и малыми предприятиями, предоставляемыми таким образом, чтобы они были безопасны и доступны для потребителей и устойчивы для поставщика [115]. Примечательно, что если в первом случае инклюзивность определяется как состояние финансовой среды, то во втором финансовая инклюзивность характеризуется как процесс приобретения и использования продуктов и услуг. В таблице 13 представлены различные подходы к определению финансовой инклюзивности.

Таблица 13 – Теоретические подходы к определению финансовой инклюзивности

Автор / Источник	Определение
1	2
Абрамова М.А.	Результат процесса реального включения субъектов рынка в операции с финансовыми продуктами и услугами
Лазарева И.Е.	Процесс взаимодействия между субъектами финансового рынка и потребителями финансовых услуг, обеспечивающим путем предоставления равного доступа к финансовым услугам такой уровень участия потребителей финансовых услуг в финансовой системе, который через обеспечение устойчивости финансовых институтов способствует общественному развитию
Всемирный банк	Доступ частных лиц и предприятий к полезным финансовым продуктам и услугам, отвечающим их потребностям (транзакционным, платежным, сберегательным, кредитным и страховым) и предоставляемым ответственным и устойчивым образом
Б. Фернандес-Олит и др.	Равный доступ к финансовым услугам для всех категорий населения

Продолжение таблицы 13

1	2
R.P. Pradhan и др.	Доступность формальных финансовых услуг (сберегательных, кредитных, страховых) для широких слоев населения
D. Sethi, D. Acharya	Процесс, объединяющий разные слои населения в рамках единой финансовой системы, особенно людей с очень низким уровнем дохода, бедных и маргиналов, включая мигрантов, и предоставляющий им доступ к основным финансовым услугам
A.S. Kodan, K.S. Chhikara	Доступность всех банковских услуг по приемлемой цене, в разумные сроки и в достаточном количестве для всех нуждающихся людей

Источник: составлено автором на основе [29; 63; 78; 105; 111; 113; 142].

Анализ определений финансовой инклюзивности, представленных в научных трудах российских и зарубежных ученых-экономистов, а также на официальном сайте Всемирного банка, позволяет заключить, что на современном этапе развития финансово-экономической мысли финансовая инклюзивность может интерпретироваться как состояние финансовой среды, процесс или результат процесса.

С точки зрения автора, финансовую инклюзивность не стоит определять как доступ финансовых услуг, поскольку такое определение соответствует понятию финансовой доступности. Действительно, наличие самого доступа в том или ином виде у различных слоев населения к широкому кругу финансовых продуктов определяет уровень финансовой доступности, а не инклюзивности, поскольку инклюзивность, как было выявлено автором ранее, подразумевает именно включенность в тот или иной процесс. Схожее определение представлено на сайте Центрального банка Российской Федерации [138]. При этом важно подчеркнуть, что развитию финансовой инклюзивности будет способствовать обеспечение высокого уровня финансовой доступности.

Автор считает, что финансовую инклюзивность стоит определять как результат процесса, потому что такой результат можно оценить через призму количественных показателей, в результате чего представляется возможным

указать на высокий или низкий уровень финансовой инклюзивности. К числу таких метрик можно отнести, например, наличие счета в кредитной организации или другом финансовом институте, наличие заимствований в финансовых институтах, использование мобильного телефона при совершении покупок, осуществление переводов денежных средств другим лицам с использованием мобильного телефона, хранение сбережений в финансовых институтах и другие [147]. Соответствующие показатели указывают на уровень вовлеченности граждан того или иного государства в развитие финансовой системы. При этом уровень финансовой доступности характеризуют другие показатели, такие как количество финансовых институтов (кредитных организаций, микрофинансовых организаций, страховых компаний и т.д.) и их филиалов, средняя продолжительность оформления дебетовой или кредитной карты, количество банкоматов, количество POS-терминалов, наличие банковских приложений и т.д. Отсюда следует, что между исследуемыми понятиями прослеживается прямая взаимосвязь: чем выше уровень финансовой доступности, тем выше уровень финансовой инклюзивности. Так, широкий доступ к финансовым продуктам и услугам снижает барьеры для их использования конечным потребителям, что позволяет последним быть более вовлеченными в финансовую среду.

Тем не менее важно подчеркнуть, что финансовые институты и органы государственной власти, формирующие и реализующие экономическую политику, должны обеспечить сбалансированный доступ к финансовым продуктам, способствующий достижению финансовой стабильности. Именно сбалансированный доступ к финансовым продуктам и услугам, учитывающий особенности формируемой финансовой системы и сложившейся экономической ситуации, позволит сохранить финансовую стабильность. В современных реалиях повышение финансовой доступности и обеспечение роста финансовой инклюзивности определяется Банком России как приоритетные направления развития финансового рынка [133]. Стоит отметить, что излишний доступ к отдельным финансовым продуктам в

долгосрочной перспективе может привести к негативным экономическим последствиям. Например, в период пандемии Covid-19, в апреле 2020 года, Постановлением Правительства Российской Федерации № 566 было принято решение о запуске программы льготного ипотечного кредитования, направленной на поддержание строительной отрасли в условиях экономического кризиса и на улучшение жилищных условий граждан [6]. В рамках государственной программы, действие которой неоднократно продлевалось на протяжении 2021-2024 гг., предусматривались льготные условия кредитования на приобретение жилья у застройщиков на первичном рынке или строительство индивидуального жилого дома. Таким образом, обеспечивалась более широкая доступность жилья для физических лиц путем расширения доступа к ипотечным кредитам. Однако, с точки зрения автора, важно подчеркнуть безадресность данной меры поддержки граждан, особенно в сравнении с другими программами льготного финансирования покупок жилья под залог недвижимости. Так, помимо рассмотренной программы в 2020 году в Российской Федерации реализовывались еще ряд других:

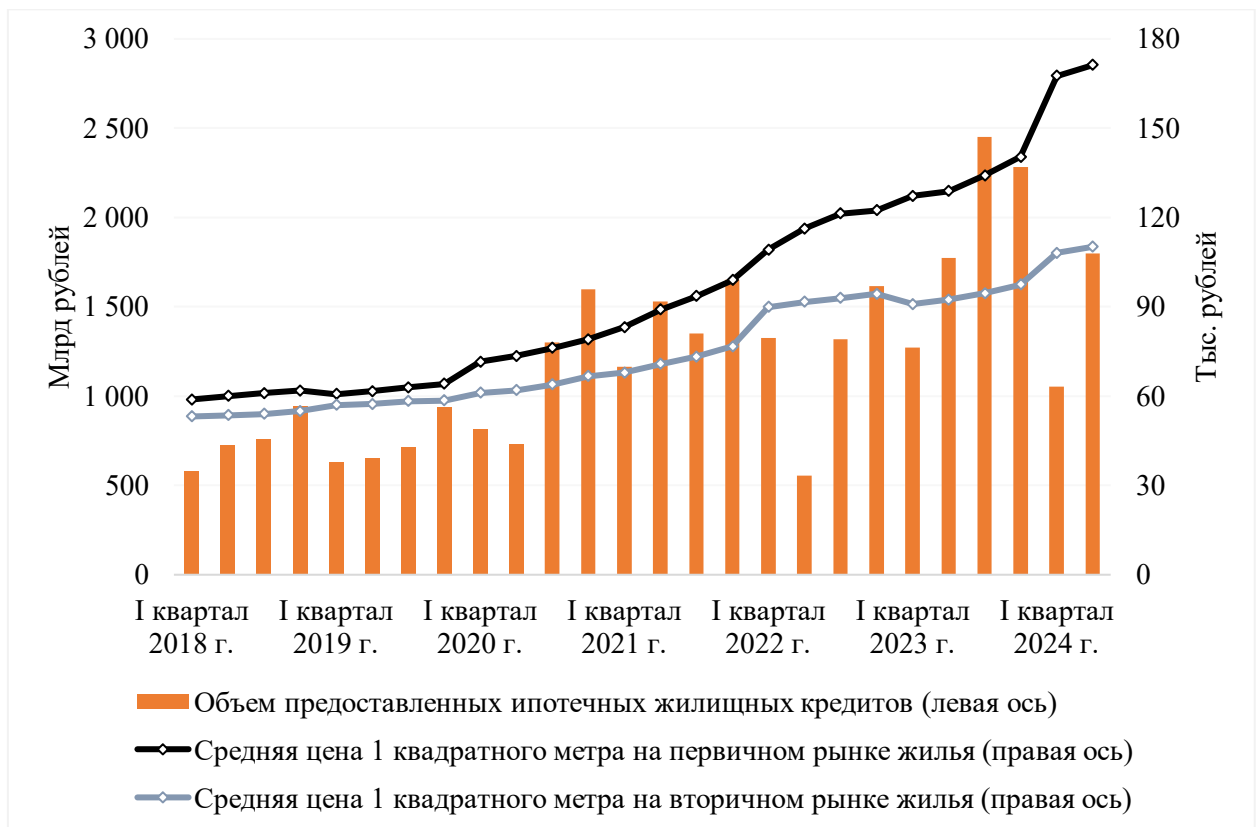
а) семейная ипотека (с 2018 года), в рамках которой предусмотрена льготная ставка по кредитам на приобретение жилья для семей, в которых воспитываются несовершеннолетние дети;

б) дальневосточная ипотека (с 2020 года), условиями которой предусмотрена пониженная ставка по ипотечным кредитам для жителей регионов Дальнего Востока;

в) сельская ипотека (с 2020 года), предусматривающая пониженную процентную ставку по ипотечным кредитам для граждан, желающих приобрести или построить жилье в сельской местности [127].

Примечательно, что программы семейной, дальневосточной и сельской ипотеки продолжают действовать в настоящее время и направлены на улучшение жилищных условий ограниченного круга лиц. Так, путем предоставления пониженных ставок по ипотечным кредитам органы государственной власти стремятся решить демографические проблемы и

проблемы, связанные с заселением и миграцией сельских территорий и регионов Дальнего Востока. Кроме того, программа дальневосточной ипотеки расширилась, и с 2023 года появилась возможность приобретать жилье в кредит на льготных условиях в арктических регионах России. Таким образом, соответствующие программы имеют целевой и адресный характер, и повышение доступности ипотечных кредитов в рамках описанных программ способствует решению важных государственных задач, в то время как программа льготного ипотечного кредитования, запущенная в период пандемии Covid-19 и продлившаяся до 1 июля 2024 года, предоставляла чрезмерно широкий, безадресный доступ к ипотечным кредитам, что привело к существенному росту цен на жилье, подтверждением чему служат данные на рисунке 11.



Источник: составлено автором на основе данных Банка России [134], ЕМИСС [136].

Рисунок 11 – Динамика ипотечного кредитования и стоимости жилья в России в 2018-2024 гг.

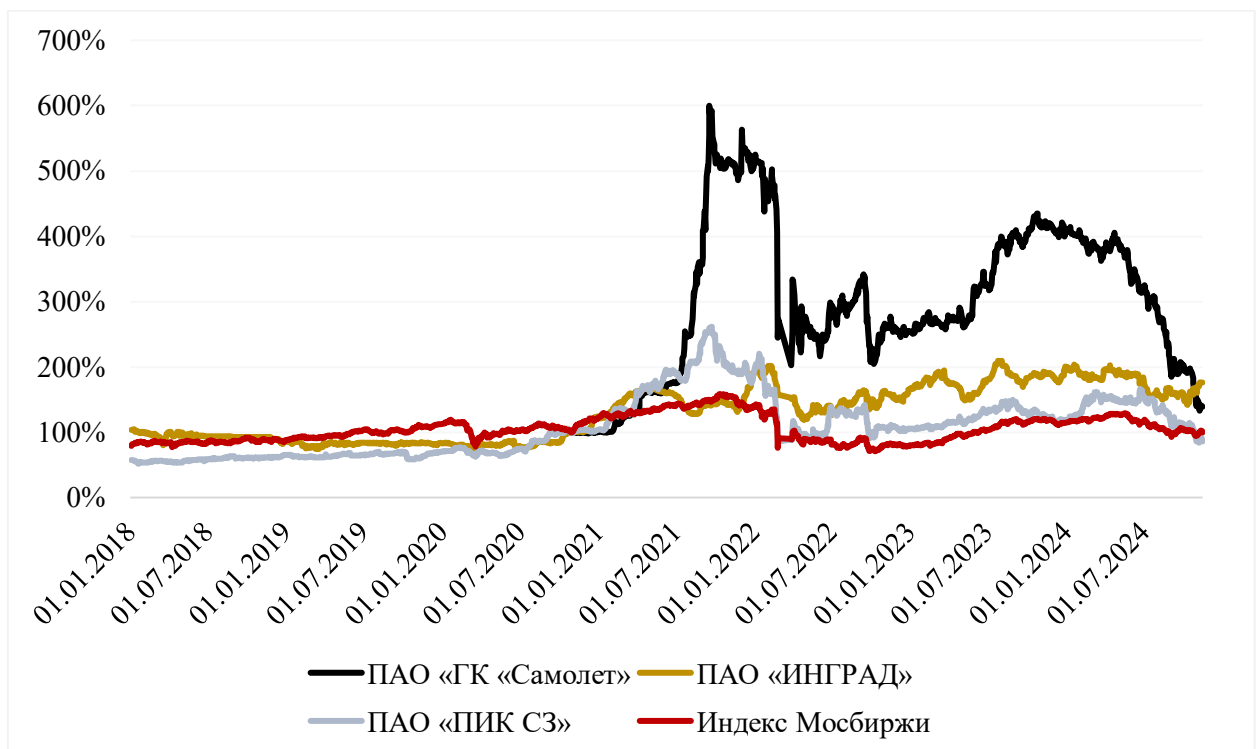
Анализ представленных на рисунке 11 данных показывает, что квартальный объем выданных ипотечных жилищных кредитов в период действия программы превышал аналогичные показатели периода

I квартала 2018 года – II квартала 2020 года, за исключением объема предоставленных физическим лицам кредитов на приобретение жилой недвижимости во II квартале 2022 года, что обусловлено сложившейся на тот момент финансово-экономической неопределенностью. Так, если с начала исследуемого периода до II квартала 2020 года средний квартальный объем выданных ипотечных кредитов составлял 749,3 млрд руб., то в период с III квартала 2020 г. по II квартал 2024 г. соответствующая величина увеличилась в 2 раза, до 1 502,3 млрд руб. Примечательно, что в 2023 году на фоне ужесточения денежно-кредитных условий повышалась кредитная активность, поскольку процентный спред между рыночными ставками и ставками по льготным ипотечным кредитам увеличивался. В условиях непрерывного роста процентных ставок заемщики более склонны к приобретению нового жилья с использованием мер государственной поддержки, что подтверждает динамика представленных на рисунке 11 данных. При этом наблюдаемый рост кредитной активности есть следствие нарушения закона соразмерности (равновесия) займа. Один из аспектов данного закона, относящийся к величине ссудного процента, сводится к тому, что процентные ставки по выданным кредитам не могут быть ниже процентных ставок по привлеченным средствам [15].

Стоит заметить, что вслед за активным ростом ипотечного кредитования увеличивалась средняя цена 1 квадратного метра на первичном рынке жилья, причем годовые темпы прироста стоимости жилья после введения государственной программы стали исчисляться десятками процентов: в 2018-2019 гг. среднегодовые темпы роста 1 квадратного метра на первичном рынке жилья составляли 6,2%, в то время как в 2020-2023 гг. – 21,7%. В результате, после принятого органами государственной власти решения о поддержке граждан в виде льготной ставки по ипотечным кредитам и до окончания действия программы рост стоимости жилья на первичном рынке составил 2,3 раза. Кроме того, несмотря на то что льготная ставка предоставлялась по ипотечным кредитам, выданным на приобретения жилья у

застройщиков только на первичном рынке, стоимость жилой недвижимости на вторичном рынке также увеличивалась, однако не столь стремительно. Если в 2018-2019 гг. средний годовой темп прироста стоимости 1 квадратного метра на вторичном рынке жилья составлял 5,7%, то в последующие периоды цена недвижимости на вторичном рынке увеличивалась в среднем за год на 13,8%. В итоге, цена соответствующего жилья со второй половины 2020 года к 1 июля 2024 года увеличилась в 1,8 раз. Примечательно, что среднемесячная заработная плата работников за соответствующий период увеличилась лишь в 1,4 раза [135].

Важно также подчеркнуть, что государственная программа льготного ипотечного кредитования, помимо прочего, оказала влияние на котировки акций ведущих корпораций, занимающихся строительством многоквартирных жилых домов и жилых комплексов, что подтверждают данные на рисунке 12.



Источник: составлено автором на основе данных Сbonds [128].

Рисунок 12 – Динамика котировок акций крупнейших российских застройщиков и индекса Мосбиржи в 2018-2024 гг.

На рисунке 12 представлена динамика индекса Мосбиржи, выступающего «индикатором» всего рынка и характеризующего динамику рынка в целом, и стоимости обыкновенных акций одних из наиболее

капитализируемых на российском фондовом рынке компаний в строительной отрасли, где за 100% приняты значение индекса и цены закрытия акций 29 октября 2020 года на Московской бирже соответственно. Стоит отметить, что именно с этой даты на Московской бирже начали котироваться обыкновенные акции ПАО «ГК «Самолет».

Можно заметить, что до начала реализации государственной программы волатильность ценных бумаг рассматриваемых корпораций была невысокой, особенно в сравнении с рынком в целом. Это же подтверждают представленные автором в приложении А расчеты, где в качестве ключевого показателя, характеризующего волатильность на рынке финансовых активов, автор определил стандартное отклонение, рассчитанное по формуле (6)

$$\sigma = \sqrt{\frac{(a_1 - \bar{a})^2 + (a_2 - \bar{a})^2 + \dots + (a_n - \bar{a})^2}{n - 1}}, \quad (6)$$

где a – значение индекса и котировки акций компании;
 \bar{a} – среднее значение показателя за период;
 n – количество наблюдений за период.

Действительно, в период с 1 января 2018 г. и до даты издания Постановления Правительства Российской Федерации, в соответствии с которым была утверждена льготная ипотечная программа, волатильность рынка в целом была выше волатильности акций компаний ИНГРАД и ПИК на 38% и 82% соответственно, что указывало на высокую устойчивость ценных бумаг эмитентов. Начало реализации государственной программы воспринималось инвесторами как позитивный сигнал, позволивший потенциальным акционерам быть уверенными в финансовой эффективности корпораций ввиду роста спроса на покупку жилья в условиях относительно невысокой инфляции, и, соответственно, придало импульс росту котировок ценных бумаг строительных компаний. Тем не менее, анализ данных на

рисунке 12 показывает, что тенденция роста рыночной стоимости корпораций была неустойчивой, а переход к рестрикционной денежно-кредитной политике, повышение темпов роста цен на жилье и неопределенность относительно продления срока действия программы и условий ее реализации способствовали увеличению волатильности акций ведущих застройщиков на российском рынке. Причем их волатильность с момента начала реализации программы до 16 апреля 2024 года, когда стало известно, что действие государственной программы продлится до 1 июля 2024 года [129], превышала волатильность рынка: ПАО «ГК «Самолет» – в 5,6 раз, ПАО «ИНГРАД» – в 1,6, ПАО «ПИК СЗ» – в 1,9. Таким образом, ценные бумаги рассматриваемых эмитентов обладали повышенным риском для инвесторов, при этом частые и высокие колебания стоимости акций создавали дополнительные риски финансовой стабильности.

После объявления о прекращении действия программы рыночные цены акций застройщиков, как и ожидалось, стали снижаться. При этом их волатильность продолжала превышать волатильность рынка в целом, что подтверждают расчеты автора в приложении А. В этой связи ценные бумаги рассматриваемых строительных корпораций становились менее привлекательными для потенциальных акционеров с инвестиционной точки зрения, поскольку сокращение мер государственной поддержки граждан снижало у них склонность к приобретению жилья, особенно в условиях высоких процентных ставок.

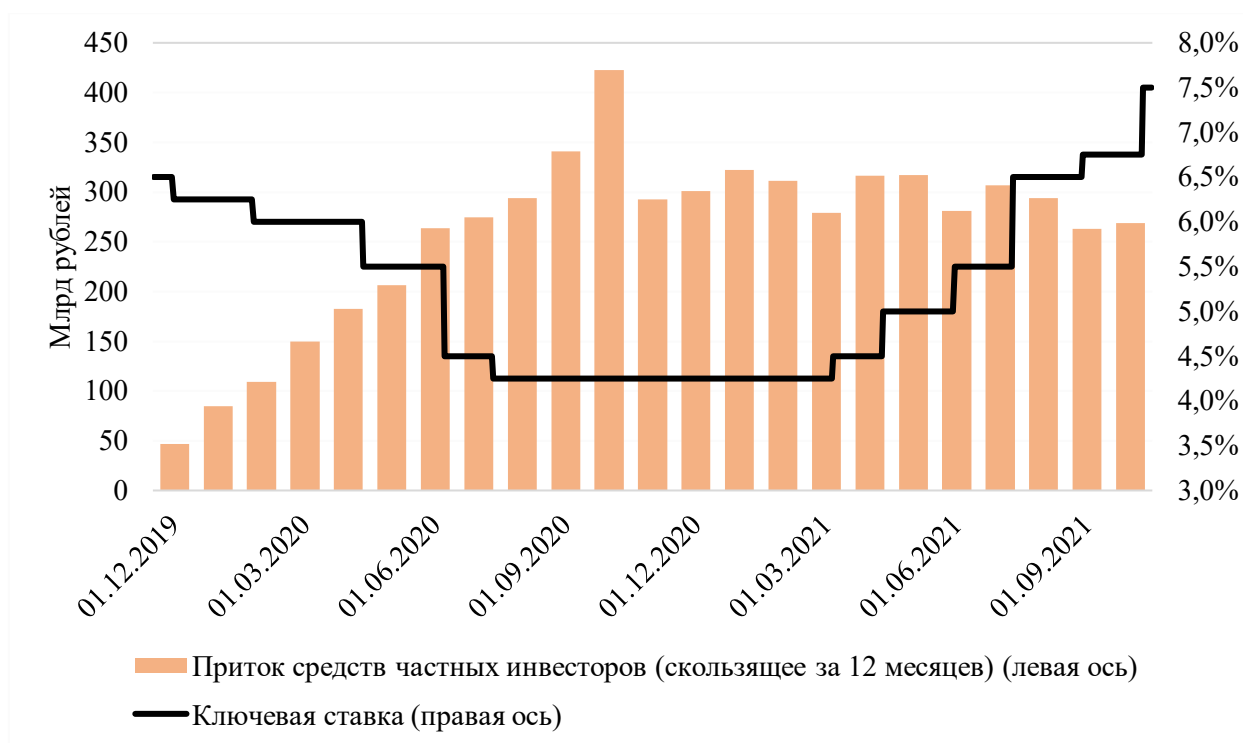
Отсюда следует, что запущенная программа государственной поддержки граждан, позволившая им приобретать жилье у застройщиков в кредит по льготной ставке, привела к существенному росту цен на жилую недвижимость, причем как на первичном, так и на вторичном рынке. В этой связи не представляется возможным утверждать о повышении доступности жилья для граждан, хотя такая цель была одной из ключевых при принятии решения о начале реализации соответствующей программы. Излишний доступ к ипотечному кредитованию привел к дисбалансу на рынке недвижимости и

стал импульсом ускоренного роста стоимости жилья, что осложняет для граждан покупку жилой недвижимости в будущем, в том числе и в инвестиционных целях. Принимая во внимания тот факт, что недвижимость выступает одним из инвестиционных активов, высокая его волатильность снижает уровень финансовой стабильности. Стремительный рост цен на жилье, безусловно, внес свой вклад в увеличение инфляции, а также способствовал сохранению высоких инфляционных ожиданий у населения, что также негативно отразилось на уровне финансовой стабильности. Кроме того, государственная программа льготного ипотечного кредитования повысила волатильность акций ведущих корпораций, основной деятельностью которых выступает строительство многоквартирных домов и жилых комплексов. Динамика ценных бумаг рассматриваемых эмитентов, с точки зрения автора, породила новые риски финансовой стабильности, особенно в условиях рестрикционной денежно-кредитной политики. В подобных условиях, в условиях высоких процентных ставок в экономике и инвертированной кривой доходности, риски создавались также и для бюджета, так как выплаты недополученных доходов кредиторам из федерального бюджета привязаны к уровню ключевой ставки, в результате чего объем соответствующих выплат увеличивался [34].

Доступность такого финансового продукта, как ипотечный кредит, повысила уровень финансовой инклюзивности. Однако безадресность запущенной государственной программы и излишняя финансовая доступность привели к порождению новых рисков финансовой стабильности. Причем если государственная финансовая политика в форме реализации программы льготного ипотечного кредитования стимулировала выдачу жилищных кредитов, то политика центрального банка по повышению уровня ключевой ставки, наоборот, способствовала удорожанию кредитов. Таким образом, разнонаправленность в действиях органов государственной власти и мегарегулятора способствовала, скорее, росту финансовой нестабильности.

Исходя из изложенного автором разработаны принципы обеспечения финансовой доступности. В современной научной литературе изложены принципы денежно-кредитной политики [17], принципы банковского надзора [11], однако в явном виде не сформулированы принципы обеспечения финансовой доступности. К числу таких принципов автор считает необходимым отнести 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. С точки зрения автора, соблюдение указанных принципов позволит минимизировать риски финансовой стабильности.

Стоит отметить, что повышение уровня финансовой инклюзивности может быть обеспечено в том числе мерами монетарного регулирования экономики. Так, в условиях снижения ключевой ставки до исторически минимального значения в 2020 году и ее сохранения на соответствующем уровне продолжительное время, а также в условиях сопутствующего снижения ставок по вкладам для частных инвесторов все более привлекательными, с точки зрения доходности, становились долевыми и долговыми финансовыми активами на фондовом рынке. Если за 2019 год количество физических лиц, имеющих брокерские счета на Московской бирже, увеличилось на 2 млн человек, то за 2020 и за 2021 гг. увеличение составило 5 млн и 13 млн человек соответственно [121]. Многократный прирост числа частных инвесторов на фондовом рынке привел к существенному притоку денежных средств физических лиц на Московскую биржу, что подтверждают данные, представленные на рисунке 13.



Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи [125].

Рисунок 13 – Приток средств частных инвесторов на Московскую биржу в 2019-2021 гг.

Действительно, помимо роста числа физических лиц, открывающих брокерские счета на Московской бирже, принятие решений регулятором по снижению уровня ключевой ставки и смягчению денежно-кредитных условий в первой половине 2020 года сопровождалось систематическим увеличением притока денежных средств частных инвесторов. Таким образом, органы денежно-кредитного регулирования экономики придали значительный импульс росту финансовой инклюзивности. При этом рестрикционные меры монетарного характера в следующем году способствовали стагнирующей и нисходящей динамике притока средств частных инвесторов на фондовую биржу, что обусловлено ростом привлекательности консервативных инвестиций в виде депозитов в связи с увеличением ставок по вкладам. Отсюда следует, что государственная денежно-кредитная политика в том числе обуславливает уровень финансовой инклюзивности [61]. Примечательно, что денежно-кредитная политика, стимулирующая приток финансово грамотных инвесторов на фондовый рынок, позволяет снизить вероятность неправомерного манипулирования рынком.

Итак, автором были рассмотрены теоретические подходы к определению финансовой инклюзивности, из анализа которых следует, что на современном этапе развития финансово-экономической мысли финансовая инклюзивность в научной среде и экспертном сообществе определяется как состояние финансовой среды, процесс или результат процесса. С точки зрения автора, финансовую инклюзивность стоит определять как результат процесса, поскольку через призму количественных показателей можно установить, какой уровень финансовой инклюзивности достигнут в том или ином государстве или группе государств. Автором было выявлено разнонаправленное влияние инструментов монетарной политики на финансовую инклюзивность, однако важно подчеркнуть, что излишний доступ к финансовым продуктам и избыточная финансовая инклюзивность порождают дополнительные риски финансовой стабильности. Проведенный автором анализ реализации государственной программы льготного ипотечного кредитования и ее последствий позволил выявить ряд рисков финансовой стабильности:

- а) стремительное увеличение стоимости жилой недвижимости, вследствие чего снижается доступность жилья;
- б) рост инфляции и инфляционных ожиданий населения;
- в) повышение волатильности акций крупнейших застройщиков;
- г) повышение волатильности цен на недвижимость в качестве инвестиционного актива;
- д) рост расходов федерального бюджета на возмещение недополученных доходов кредиторам.

В результате, автором были разработаны принципы обеспечения финансовой доступности: принцип сбалансированности и принцип согласованности. Следование указанным принципам в рамках политики по обеспечению высокого уровня финансовой доступности и финансовой инклюзивности позволит минимизировать риски финансовой стабильности и будет способствовать выходу на траекторию устойчивого финансово-экономического роста.

Глава 3

Основные направления трансформации монетарной политики в целях минимизации рисков финансовой стабильности

3.1 Повышение финансовой стабильности посредством согласованности монетарной политики с пруденциальным регулированием

Проведенная автором ранее оценка уровня согласованности пруденциального регулирования с денежно-кредитной политикой посредством расчета разработанного интегрального показателя позволила определить государства с наибольшим и наименьшим уровнем согласованности между исследуемыми политиками. С позиции автора, повышение и поддержание высокого уровня согласованности должно способствовать росту финансовой стабильности. Для подтверждения данной гипотезы автором был проведен анализ ряда показателей финансовой стабильности и финансовой эффективности в соответствии с классификацией Всемирного банка, представленных в таблице 14.

Таблица 14 – Показатели финансовой стабильности и финансовой эффективности в соответствии с классификацией Всемирного банка

Группа показателей	Показатель	Аббревиатура	Характеристика
1	2	3	4
Показатели финансовой стабильности	Банковский Z-критерий	Z-критерий	Отражает вероятность дефолта банковского сектора страны
	Доля просроченных кредитов банковского сектора	ПРК	Отражает долю кредитов, выплата основного долга и процентов по которым просрочены на 90 дней и более, от общего кредитного портфеля всего банковского сектора
	Волатильность фондового рынка	ВФР	Отражает среднее значение 360-дневной волатильности индекса широкого рынка страны

Продолжение таблицы 14

1	2	3	4
Показатели финансовой эффективности	Чистый процентный доход	ЧПД	Отражает долю чистого процентного дохода, рассчитываемого как разница между процентными доходами и процентными расходами, от суммы всех активов кредитных организаций, приносящих доход
	Рентабельность активов	РА	Отражает долю чистой прибыли кредитных организаций от среднегодовой величины активов банковского сектора
	Рентабельность собственного капитала	РСК	Отражает долю чистой прибыли кредитных организаций от среднегодовой величины собственного капитала банковского сектора
	Коэффициент «Затраты / Доходы»	КЗД	Отражает долю операционных затрат кредитных организаций от их операционных доходов

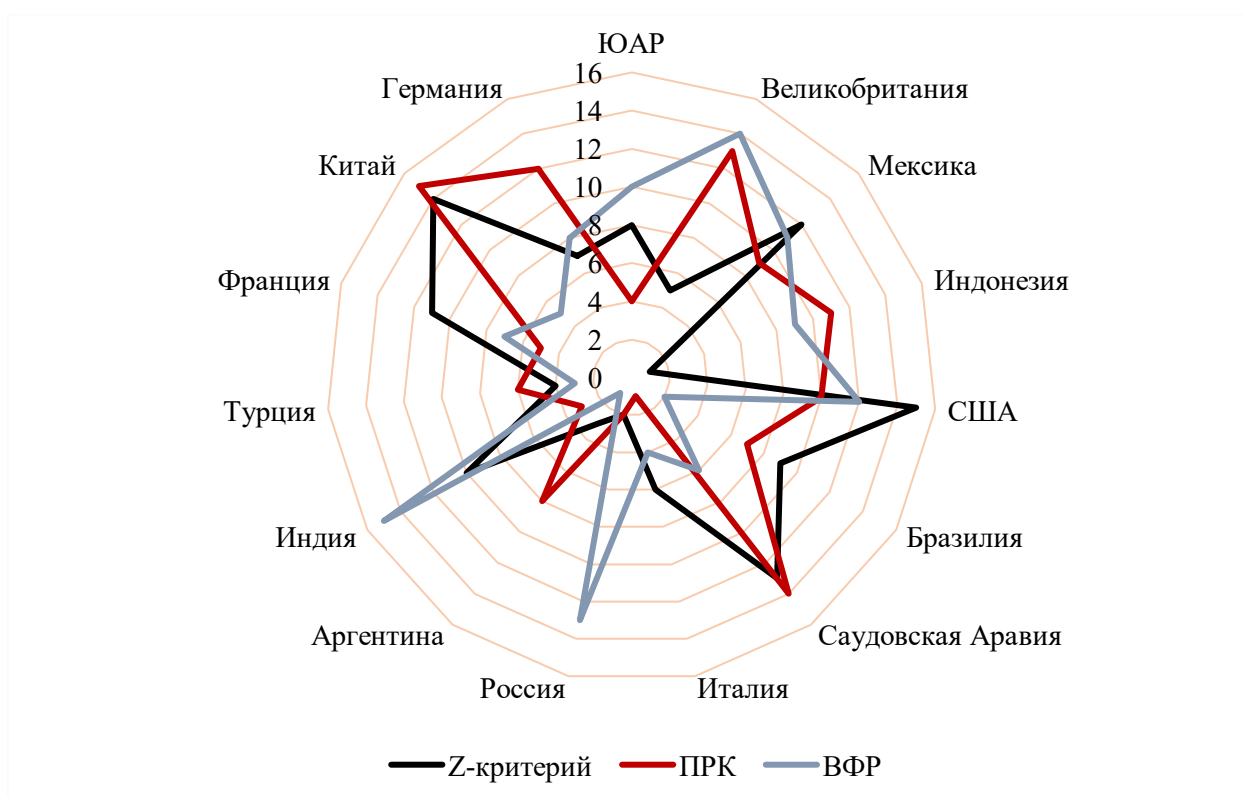
Источник: составлено автором на основе [143].

Следует отметить, что большая часть исследуемых показателей характеризует банковский сектор. Как уже было рассмотрено ранее, доля финансовых активов банковской системы в финансовых активах институционального сектора «Финансовые организации» финансового счета Российской Федерации существенно превышает долю остальных подсекторов, что указывает на банк-ориентированную российскую финансовую систему. Наравне с этим важно подчеркнуть, что кредитным организациям традиционно отводится важная роль по трансформации сбережений в инвестиции и по развитию финансового рынка, в связи с чем в остальных странах также наблюдается существенная доля финансовых активов банковской системы институционального сектора «Финансовые организации» финансового счета. Таким образом, высокая значимость кредитных организаций обуславливает необходимость дальнейшего рассмотрения показателей финансовой стабильности и финансовой эффективности, неразрывно связанных с их деятельностью.

Стоит подчеркнуть, что для анализа финансовой стабильности того или иного государства целесообразно использовать абсолютные значения показателей финансовой стабильности, отчетливо указывающих на стабильность финансового сектора. В то же время показатели финансовой эффективности по своему финансово-экономическому содержанию не отражают уровень финансовой стабильности, однако финансовая стабильность характеризуется в том числе устойчивой динамикой выбранных автором для анализа показателей финансовой эффективности. Таким образом, оценка финансовой стабильности той или иной страны будет осуществлена автором на основе абсолютных значений показателей финансовой стабильности и стандартных отклонений показателей финансовой эффективности.

На основе группы показателей финансовой стабильности оценка финансовой стабильности государств, для которых ранее был рассчитан разработанный автором интегральный показатель согласованности пруденциального регулирования с денежно-кредитной политикой, осуществлялась по бальной системе, где начисление баллов осуществлялось по возрастанию: 1 балл присваивался стране с наихудшим показателем финансовой стабильности, а 15 баллов – стране с наилучшим показателем. Поскольку Z-критерий рассчитывается как отношение суммы рентабельности активов и доли собственного капитала в структуре пассивов кредитной организации к стандартному отклонению рентабельности активов банка, постольку более высокое значение соответствующего критерия указывает на более высокий уровень финансовой стабильности. При этом для стран с более высоким уровнем финансовой стабильности характерны более низкая доля просроченных кредитов в структуре общего кредитного портфеля и более низкая волатильность фондового рынка, определяемая на основе динамики национального индекса широкого рынка. Таким образом, автором была проведена бальная оценка средних значений каждого показателя из группы показателей финансовой стабильности для каждой страны за период

с 2006 по 2021 гг., за исключением доли просроченных кредитов в общем кредитном портфеле: ввиду ограниченности данных в базе данных Всемирного банка средние значения доли просроченных кредитов были рассчитаны за период с 2008 по 2019 гг. Указанное ограничение, а также ряд других ограничений, учитываемых автором при проведении в дальнейшем подобного анализа финансовой стабильности, представлены в таблице Б.1 из приложения Б. Итак, результаты балльной оценки для группы показателей финансовой стабильности представлены на рисунке 14.



Источник: составлено автором на основе данных Всемирного банка [143].

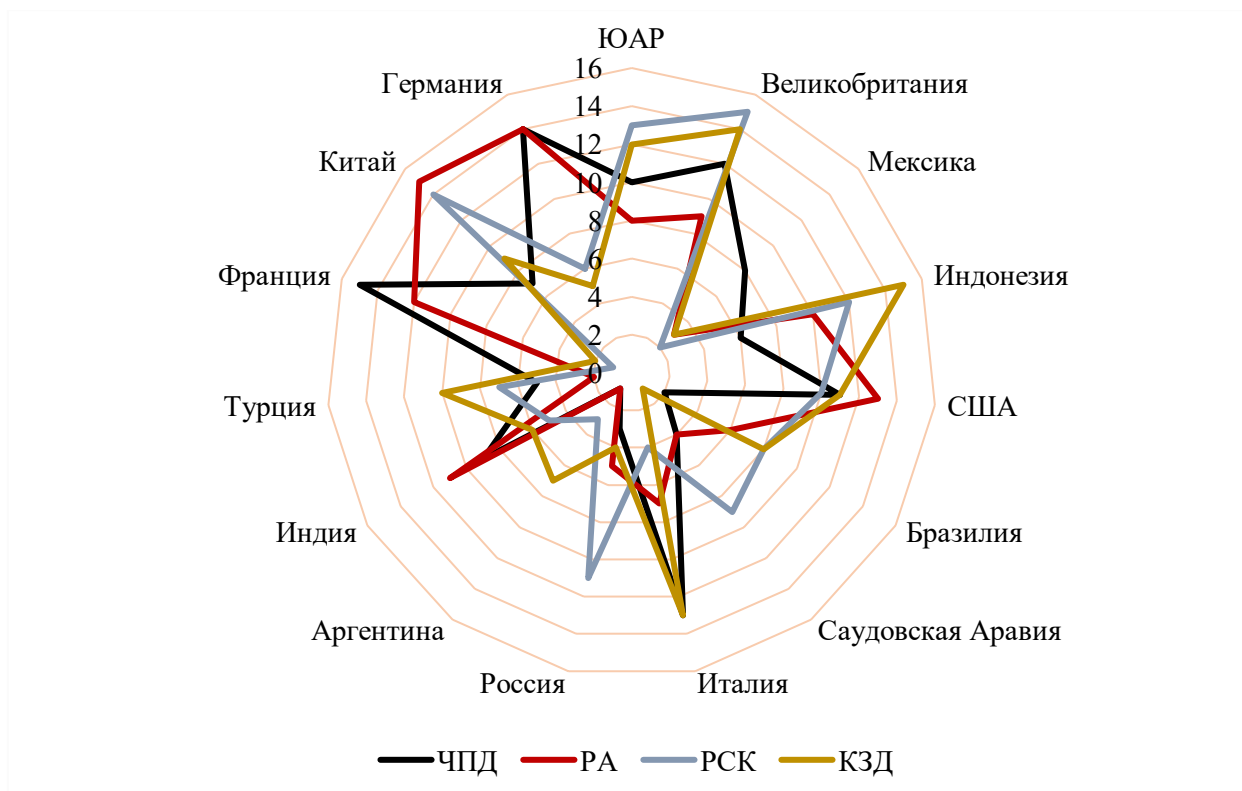
Рисунок 14 – Результаты балльной оценки показателей финансовой стабильности за период с 2006 г. (2008 г. – для ПРК) до 2021 г. (2019 г. – для ПРК), в баллах

Стоит отметить, что расположение исследуемых стран на рисунке 14 определено автором на основе рассчитанного ранее уровня согласованности пруденциальной политики с монетарным регулированием. Как было выявлено, наибольший уровень согласованности можно наблюдать у Южно-Африканской Республики, после которой следует Великобритания, Мексика и т.д. На рисунке 14 страны распределены автором в таком же порядке, из чего следует, что в правой части графика расположены страны с

более высоким уровнем согласованности пруденциального регулирования с денежно-кредитной политикой, а в левой части – страны с более низким уровнем соответствующей согласованности.

Можно заметить, что представленные на рисунке 14 линии, скорее, смещены в правую часть графика, что указывает на более высокий уровень финансовой стабильности у стран с более высоким уровнем согласованности мер монетарного и пруденциального характера. Подтверждением этому служит превышение суммы баллов всех представленных показателей для семи стран с более высоким уровнем согласованности над аналогичной суммой баллов для остальных восьми стран на 18%. Таким образом, необходимость обеспечения более согласованной политики между органами денежно-кредитного и пруденциального регулирования обуславливается стремлением повысить уровень финансовой стабильности.

Примечательно, что результаты аналогичного исследования для группы показателей финансовой эффективности отличаются от результатов анализа влияния уровня согласованности монетарного регулирования с пруденциальной политикой на группу показателей финансовой стабильности, что подтверждает рисунок 15. При этом, как уже было отмечено ранее, в целях укрепления финансовой стабильности важно обеспечить устойчивость показателей финансовой эффективности, в связи с чем базовая оценка для каждой из исследуемых стран проводилась автором на основе стандартных отклонений показателей финансовой эффективности.



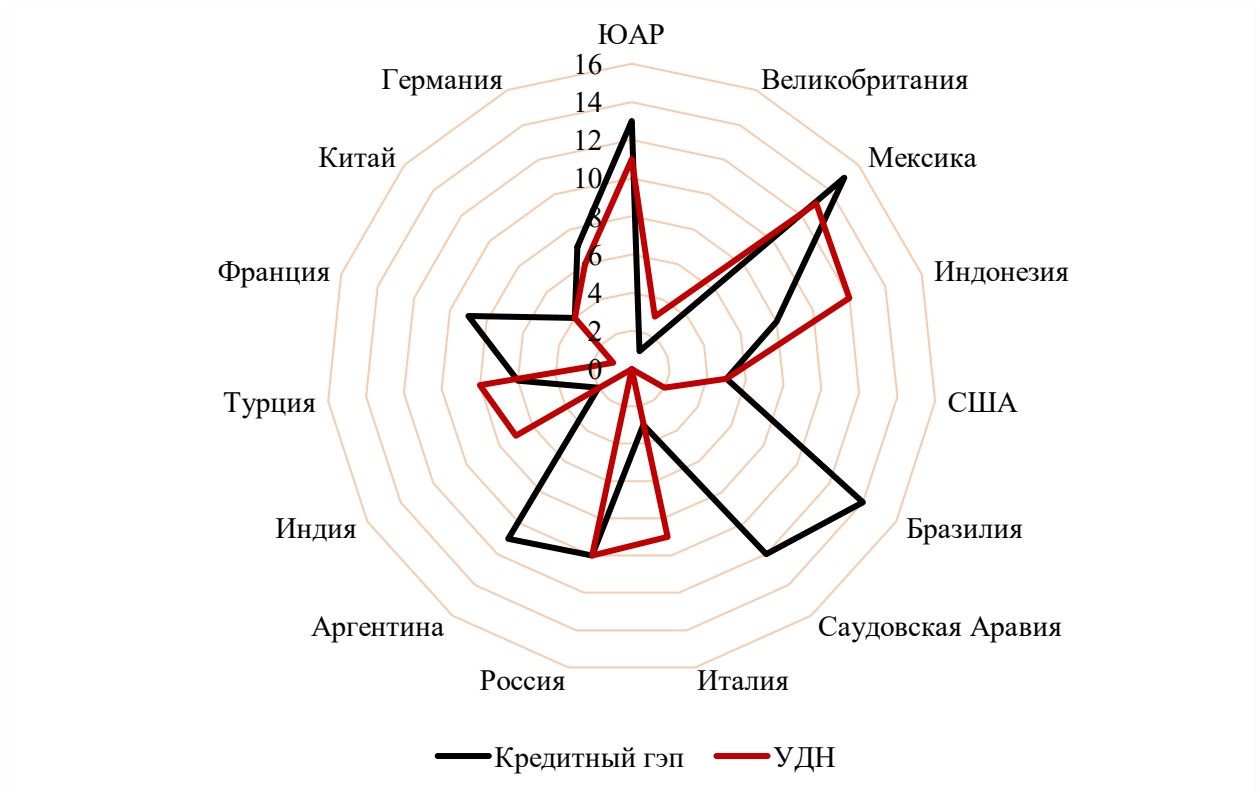
Источник: составлено автором на основе данных Всемирного банка [143].
 Рисунок 15 – Результаты балльной оценки показателей финансовой эффективности за период с 2007 г. (2006 г. – для КЗД) до 2021 г., в баллах

Стоит отметить, что смещение линий на рисунке 15 в правую или левую части графика в явном виде не наблюдается, что указывает на относительную сопоставимость стандартных отклонений показателей финансовой эффективности у стран с более высоким или более низким уровнем согласованности между монетарным и пруденциальным регулированием. Это подтверждается рассчитанным автором отношением суммы баллов всех представленных показателей для семи стран с более высоким уровнем согласованности к аналогичной сумме баллов для остальных восьми стран, составляющим 0,99. При этом, устойчивость показателей финансовой эффективности у Франции, Китая и Германии в сравнении с аналогичными показателями у других стран с относительно невысоким уровнем согласованности между денежно-кредитной политикой и пруденциальным регулированием обусловлена, с точки зрения автора, глобальным характером деятельности кредитных организаций из указанных государств и более широкими возможностями наращивания процентного дохода и чистой

прибыли, особенно в условиях финансово-экономических кризисов. Так, в силу высокой доли соответствующих стран в мировом валовом внутреннем продукте и их значимого финансово-экономического влияния на мировых рынках к услугам французских, китайских и немецких финансовых институтов в целях привлечения финансирования для своей операционной и инвестиционной деятельности обращаются крупные международные корпорации и транснациональные компании. Также важно подчеркнуть склонность инвесторов хранить свои сбережения в банках рассматриваемых государств, что обуславливается их большей надежностью в рамках современной фидуциарно-активной денежной системы согласно теоретическим воззрениям неолиберальной школы экономической мысли [50]. Это предоставляет банкам из соответствующих юрисдикций конкурентное преимущество при наращивании розничного и корпоративного фондирования, используемое ими впоследствии для проведения активных операций на фондовом рынке, на рынке межбанковского кредитования и т.д. Таким образом, устойчивость показателей финансовой эффективности кредитных организаций из Франции, Китая и Германии, особенно в кризисные периоды, обеспечивается дополнительными перечисленными факторами.

Помимо рассмотренных показателей финансовой стабильности и финансовой эффективности в соответствии с методологией Всемирного банка автор считает необходимым также рассмотреть взаимосвязь между уровнем согласованности денежно-кредитного регулирования с пруденциальной политикой и абсолютными значениями таких макроэкономических показателей, как кредитный гэп и уровень долговой нагрузки частного нефинансового сектора (далее – УДН). Поскольку значение кредитного гэпа может быть как положительным, так и отрицательным, автор для бальной оценки использует значение кредитного гэпа по модулю, так как высокому уровню финансовой стабильности будет соответствовать значение кредитного гэпа, приближенного к нулю. Результаты бальной оценки соответствующих макроэкономических показателей, отражающих в том числе уровень

финансовой стабильности, представлены на рисунке 16. Однако бальная оценка для Аргентины и Саудовской Аравии по уровню долговой нагрузки в силу ограниченности данных не проводилась, в связи с чем их значения на графике приравнены к нулю.



Источник: составлено автором на основе данных Банка международных расчетов [141].
Рисунок 16 – Результаты бальной оценки некоторых макроэкономических показателей за период с 2006 г. до 2021 г., в баллах

Так, смещение линий на графике в сторону государств с более согласованной денежно-кредитной и пруденциальной политикой указывает на более высокий уровень финансовой стабильности у таких стран. Это подтверждается превышением суммы баллов, присваиваемых по оценкам среднего значения кредитного гэпа и уровня долговой нагрузки частного нефинансового сектора, для семи стран с более высоким уровнем согласованности над аналогичной суммой баллов для остальных восьми стран на 18%.

Итак, первичные результаты проведенного автором исследования показывают, что для государств с более высоким уровнем согласованности между денежно-кредитной политикой и пруденциальным регулированием

характерны более высокие показатели, отражающие уровень финансовой стабильности. При этом на волатильность показателей финансовой эффективности соответствующий уровень согласованности не оказывает значимого влияния. Тем не менее, важно рассмотреть, каким образом на исследуемые группы показателей воздействует согласованность монетарного и пруденциального регулирования в динамике, для чего автором была составлена таблица 15, отражающая количество принятых решений одновременного смягчения или ужесточения денежно-кредитной и пруденциальной политики и интегральный показатель согласованности в периоды 2005-2014 гг. и 2015-2023 гг. При этом согласованным, как было определено автором ранее, считается такое решение, когда изменения параметров пруденциального регулирования подкрепляются аналогичными мерами монетарного характера, и наоборот, с временным лагом 2 месяца.

Таблица 15 – Согласованность денежно-кредитной и пруденциальной политик некоторых государств в периоды 2005-2014 гг. и 2015-2023 гг.

№	Страна	Ужесточение ПП и ДКП, всего		Смягчение ПП и ДКП, всего		Интегральный показатель согласованности, в процентах	
		2005-2014 гг.	2015-2023 гг.	2005-2014 гг.	2015-2023 гг.	2005-2014 гг.	2015-2023 гг.
1	2	3	4	5	6	7	8
1	ЮАР	1	3	0	2	100,0	71,4
2	Великобритания	0	5	0	4	0,0	69,2
3	Мексика	0	3	0	2	0,0	83,3
4	Индонезия	0	1	0	2	0,0	42,9
5	США	0	1	0	2	0,0	50,0
6	Бразилия	1	1	0	2	33,3	42,9
7	Саудовская Аравия	0	2	0	0	0,0	40,0
8	Италия	1	2	0	0	50,0	33,3
9	Россия	2	2	0	0	40,0	33,3
10	Аргентина	0	1	1	0	33,3	33,3

Продолжение таблицы 15

1	2	3	4	5	6	7	8
11	Индия	1	0	0	2	33,3	28,6
12	Турция	0	1	0	0	0,0	25,0
13	Франция	0	2	0	0	0,0	16,7
14	Китай	1	0	0	0	33,3	0,0
15	Германия	0	1	0	0	0,0	11,1
Всего		7	25	1	16	–	–
Примечания							
1 ПП – пруденциальная политика.							
2 ДКП – денежно-кредитная политика							

Источник: составлено автором на основе данных Банка международных расчетов [141], Международного валютного фонда [148].

Анализ представленных в таблице 15 данных показывает, что до 2015 года было принято значительно меньше согласованных решений в части денежно-кредитного и пруденциального регулирования, чем после 2015 года. Так, если в период с 2005 по 2014 гг. органами монетарного и пруденциального регулирования было принято 8 решений согласованного (с учетом временного лага в 2 месяца) ужесточения или смягчения мер монетарного и пруденциального характера, то в период с 2015 по 2023 гг. таких решений было принято 41. При этом следует отметить, что у большей части рассматриваемых государств наблюдается увеличение интегрального показателя согласованности. Для анализа влияния согласованности денежно-кредитной политики с пруденциальным регулированием на показатели, отражающие уровень финансовой стабильности, в динамике автором 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).

Кроме того, для целей проведения оценки финансовой стабильности между группами государств, классифицируемыми по таким признакам, как развитость экономики и финансового рынка (в соответствии с классификацией Международного валютного фонда) и валовой национальный доход на душу населения (в соответствии с классификацией Всемирного банка), автором 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 валовой национальный доход на душу населения выше или ниже среднего (далее – ОДН).

Результаты проведенных автором расчетов соответствующих показателей для двух периодов исследования, до 2014 г. и после 2015 г., с учетом ограничений, изложенных в приложении Б, представлены в таблице 16.

Таблица 16 – 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 [143].

Итак, анализ полученных результатов, прежде всего, показывает, что согласованная политика денежно-кредитного и пруденциального характера и, в частности, рост такого уровня согласованности положительно влияют на

группу показателей финансовой стабильности, подтверждением чему служит как превышение значений показателей ОСВ и ОРС над значением 1,00, за исключением показателя ОРС за период до 2014 г., так и увеличение соответствующих показателей в динамике: ОСВ – с 1,07 до 1,31, ОРС – с 0,99 до 1,18. Смещение линий в правую часть диаграммы на графике, отражающем бальную оценку для группы показателей финансовой стабильности в период с 2015 года, относительно положения линий на графике, отражающем аналогичную оценку в период до 2014 года, в таблице Б.2 из приложения Б подтверждают расчеты автора.

Хотя в семи странах с наиболее высоким уровнем согласованности мер пруденциального и монетарного характера произошло увеличение волатильности показателей финансовой эффективности в сравнении с остальными исследуемыми странами, о чем свидетельствует снижение показателя ОСВ в периоде с 2015 г. относительно предыдущего периода (с 0,87 до 0,81), само по себе повышение уровня согласованности в рамках проведения денежно-кредитной и пруденциальной политик способствует незначительному росту устойчивости показателей финансовой эффективности, что подтверждается возрастанием показателя ОРС (с 0,76 до 0,78). Подобная разнонаправленная динамика показателей ОСВ и ОРС объясняется тем, что в группе семи государств с более согласованным денежно-кредитным и пруденциальным регулированием за исследуемый период не все страны продемонстрировали рост уровня соответствующей согласованности, а в оставшуюся группу государств включены страны с увеличением такого уровня согласованности.

Рассматривая полученные результаты для группы макроэкономических показателей, включающих в себя кредитный гэп и уровень долговой нагрузки частного нефинансового сектора, стоит отметить, что уровень согласованности пруденциального регулирования с денежно-кредитной политикой не способствует сокращению значений упомянутых показателей (для кредитного гэпа – значений по модулю). При этом, в рамках текущего

анализа основное влияние на нисходящую динамику показателей оказывает существенное увеличение кредитного гэпа в Саудовской Аравии и стабилизация на невысоких уровнях кредитного гэпа в Аргентине.

Анализ показателей ОФР и ОДН показывает, что в период с 2015 года в странах с развитой экономикой, развитым финансовым рынком и высоким уровнем валового национального дохода на душу населения улучшились показатели из группы показателей финансовой стабильности и из группы макроэкономических показателей относительно периода до 2014 года. Однако рост балльной оценки показателей финансовой стабильности для указанных стран сопровождался относительным ростом волатильности показателей финансовой эффективности в сравнении со странами с развивающейся экономикой и развивающимся финансовым рынком и доходами на душу населения выше или ниже среднего. Стоит отметить, что, с точки зрения автора, в данном случае наглядно прослеживается ситуация, когда рост финансовой стабильности противоречит завышенным финансовым результатам, в связи с чем финансовые институты, в частности, кредитные организации, вынуждены понижать показатели финансовой эффективности, что приводит к росту их волатильности.

Итак, в рамках проведенного исследования автором была проведена оценка влияния уровня согласованности денежно-кредитной политики и пруденциального регулирования 15 государств на различные группы показателей, отражающие уровень финансовой стабильности: показатели финансовой стабильности, показатели финансовой эффективности и макроэкономические показатели. Результаты проведенных расчетов показали, 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. Тем не менее, в рамках проведенного анализа не было доказано положительное влияние увеличения уровня согласованности на кредитный гэп и уровень долговой нагрузки частного нефинансового сектора. Однако результаты исследования для других показателей подтверждают гипотезу автора, согласно которой повышение и поддержание высокого уровня согласованности способствует росту финансовой стабильности [60].

3.2 Предложения и практические рекомендации по совершенствованию инструментов и методов монетарной политики в контексте обеспечения финансовой стабильности

Монетарная политика каждого государства имеет свои особенности. Как уже было рассмотрено ранее, в основе изменения процентных ставок как инструмента денежно-кредитной политики Российской Федерации лежит ключевая ставка, устанавливаемая Банком России. В Аргентине, например, Центральный банк Аргентины определяет семидневную ставку ликвидности. Комитет по денежно-кредитной политике Центрального банка Бразилии в соответствии с режимом инфляционного таргетирования регулярно устанавливает целевой показатель по ставке «Selic», которая представляет собой средневзвешенную процентную ставку по однодневным межбанковским операциям, где в качестве обеспечения выступают государственные ценные бумаги [146]. Резервный банк Индии с января 2001 года устанавливает значение по ставке РЕПО овернайт, хотя до начала текущего столетия регулятор Индии не имел единой учетной ставки. Семидневные, или однонедельные, ставки РЕПО устанавливают также Банк Индонезии и Центральный банк Республики Турции. При этом монетарная политика большинства стран Евросоюза, в общем и целом,

подчинена единому регулятору – Европейскому центральному банку. Отсюда следует, что орган монетарного регулирования каждого государства использует различные инструменты денежно-кредитной политики.

В целях проведения комплексной оценки влияния основных инструментов монетарного регулирования экономики на рассмотренные ранее группы показателей, отражающих уровень финансовой стабильности, – группы показателей финансовой стабильности, группы показателей финансовой эффективности и группы макроэкономических показателей – автором осуществлено построение модели с фиксированными эффектами. Модель с фиксированными эффектами как инструмент эконометрического анализа для панельных данных позволяет учесть неоднородность, или гетерогенность, экономических объектов посредством включения индивидуальных параметров местоположения. Отличительная особенность панельных данных заключается в том, что они представляют собой не только данные временных рядов, но и пространственные данные, что позволяет не только содержать информацию о развитии данных во времени, но и служить базой для выявления различий между исследуемыми объектами [10]. Таким образом, в настоящем исследовании в качестве фиксированных эффектов будут выступать выбранные автором для анализа страны. В соответствующий перечень стран будут включены государства, анализ монетарной политики которых уже осуществлялся в предыдущих разделах диссертационного исследования. Стоит при этом подчеркнуть, что органы денежно-кредитного регулирования в исследуемых странах ставят перед собой различные цели, хотя в большинстве анализируемых государств регуляторы придерживаются режима инфляционного таргетирования.

Полные результаты построения модели с фиксированными эффектами для групп показателей финансовой стабильности, финансовой эффективности и макроэкономических показателей за периоды, указанные в приложении Б, представлены в приложении В. Результаты построения модели для каждого индивидуального эффекта включают значение оценки, стандартную ошибку,

t-value, p-value и уровень статистической значимости. Представленные результаты следует интерпретировать следующим образом: если значение оценки для какой-либо страны статистически значимо, то можно утверждать, что влияние денежно-кредитной политики данного государства на исследуемый показатель отличается от общего тренда, сформированного на основе анализа монетарного регулирования 15 стран. Отсюда следует, что в рамках текущего анализа наибольшую ценность для заключения выводов относительно сопоставимости влияния основных инструментов денежно-кредитной политики на показатели, отражающие уровень финансовой стабильности, приобретают уровни значимости специфических фиксированных эффектов, объединенных автором в таблицу 17.

Таблица 17 – Уровни значимости индивидуальных эффектов при построении модели с фиксированными эффектами

В процентах

№	Страна	Показатели финансовой стабильности			Показатели финансовой эффективности				Макроэкономические показатели	
		Z-критерий	ПРК	ВФР	ЧПД	РА	РСК	КЗД	Кредитный гэп	УДН
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	ЮАР	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	5,0	0,1
2	Великобритания	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
3	Мексика	0,1	0,1	0,1	0,1	>10,0	>10,0	0,1	5,0	0,1
4	Индонезия	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	5,0	0,1
5	США	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	5,0	0,1
6	Бразилия	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	>10,0	0,1
7	Саудовская Аравия	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	>10,0	0,1
8	Италия	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
9	Россия	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	10,0	0,1
10	Аргентина	0,1	10,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
11	Индия	0,1	0,1	0,1	0,1	5,0	1,0	0,1	0,1	0,1
12	Турция	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,0	0,1
13	Франция	0,1	0,1	0,1	0,1	>10,0	>10,0	0,1	0,1	0,1

Продолжение таблицы 17

В процентах

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
14	Китай	0,1	5,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
15	Германия	0,1	0,1	0,1	1,0	10,0	10,0	0,1	0,1	0,1

Источник: составлено автором на основе данных Банка международных расчетов [141], Международного валютного фонда [148].

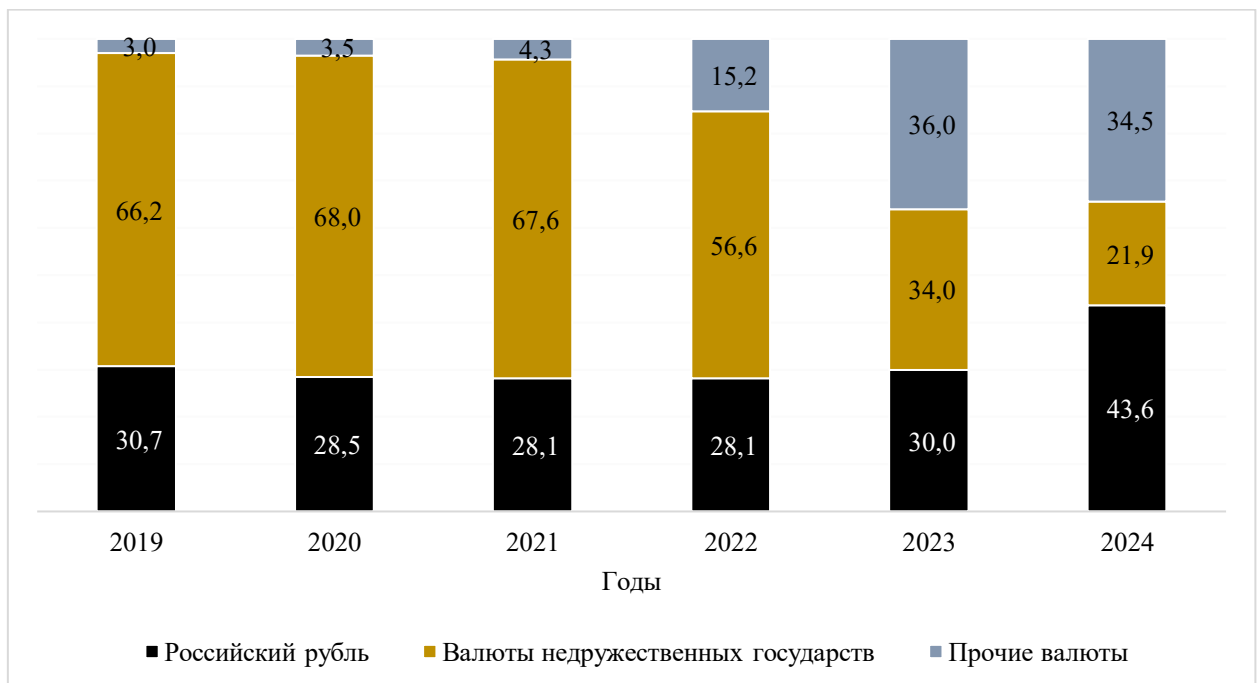
Анализ полученных результатов построения модели показывает, что денежно-кредитная политика каждого из рассмотренных государств в части их влияния на показатели, отражающие уровень финансовой стабильности, в целом, гетерогенна. Так, в группе показателей финансовой стабильности индивидуальные эффекты статистически значимы на уровне 0,1% для всех показателей, за исключением доли просроченных кредитов в банковском секторе Аргентины и Китая, для которых уровень статистической значимости составляет 10% и 5% соответственно. Принимаемые регулятором решения по изменению процентных ставок также неоднородны в контексте их влияния на показатели финансовой эффективности, однако гетерогенность при анализе рентабельности активов и рентабельности собственного капитала меньше в сравнении с другими показателями из данной группы показателей. Опираясь на полученные результаты, стоит отметить, что применение основного инструмента монетарного регулирования во Франции и Мексике оказывает однотипное влияние на соответствующие показатели рентабельности, о чем свидетельствует статистическая значимость для этих стран на уровне более 10%. Результаты исследования для анализируемых макроэкономических показателей неоднозначны: если в отношении уровня долговой нагрузки частного нефинансового сектора все индивидуальные эффекты статистически значимы на уровне 0,1%, то в части кредитного гэта Великобритания, Италия, Аргентина, Индия, Франция, Китай и Германия имеют статистическую значимость на уровне 0,1%, Турция – на уровне 1%, ЮАР, Мексика, Индонезия и США – на уровне 5% и Россия – на уровне 10%. При этом воздействие органов монетарного регулирования на кредитный гэт соответствует общему

тренду, сформированному на основе анализа 15 государств, у Бразилии и Саудовской Аравии.

Итак, результаты построения модели с фиксированными эффектами, в целом, показали гетерогенность денежно-кредитного регулирования 15 исследуемых государств в контексте их влияния на финансовую стабильность. Исходя из изложенного следует, что органы монетарного регулирования экономики одной страны не могут эксплицитно принимать решения по изменению ключевых параметров денежно-кредитной политики в целях повышения уровня финансовой стабильности, приняв во внимание лишь успешный опыт повышения финансовой стабильности такими методами в другой стране. В этом контексте следует отметить специфичность денежно-кредитной политики, проводимой Банком России. Так, Центральному банку Российской Федерации, прежде чем имплементировать инструменты из практики зарубежных органов монетарного регулирования в той или иной ситуации, стоит учитывать специфику отечественной экономики и, в частности, национального финансового рынка. Примечательно, что такие особенности российского социально-экономического развития, необходимые для учета при выстраивании той или иной политики, отмечаются представителями российской школы экономической мысли [26; 28]. Помимо этого, в целях минимизации рисков финансовой стабильности автор предлагает комплекс мер, изложенных далее.

Во-первых, автор считает необходимым включить в инструментарий денежно-кредитной политики Банка России операции РЕПО в валютах дружественных государств. В условиях обострения валютных и расчетных рисков, связанных с санкционной политикой иностранных государств и территорий, совершающих в отношении Российской Федерации, российских физических и юридических лиц, перечисленных в Распоряжении Правительства Российской Федерации от 05.03.2022 № 430 [7], Банку России, с точки зрения автора, необходимо обеспечить возможность проведения операций РЕПО с кредитными организациями в валютах дружественных

государств. Обострение указанных рисков обусловлено введением соответствующими государствами значительных ограничений в 2022 году на использование их валют и расчетно-платежной инфраструктуры при проведении внешнеторговых операций российскими компаниями с зарубежными контрагентами, в связи с чем доля российского рубля и прочих валют, включая валюты дружественных государств, в расчетах за импорт товаров и услуг существенно возросли, что подтверждают данные на рисунке 17.



Источник: составлено автором на основе данных Банка России [137].

Рисунок 17 – Валютная структура расчетов за импорт, в процентах

Анализ представленных на рисунке 17 данных подтверждает нисходящую динамику доли валют недружественных государств в расчетах за импорт в последние годы. Примечательно, что аналогичная динамика складывается и в отношении расчетов за экспорт. Отсюда следует, что со стороны российских юридических лиц сокращается востребованность в таких валютах, основную часть которых составляют доллары США и евро.

Основные операции РЕПО Банка России проводятся с расчетами в российских рублях, однако в 2014-2017 гг. национальный регулятор в целях обеспечения кредитных организаций ликвидностью иностранных валют,

доступ к которым был затруднен по независящим от банков причинам, прибегнул к операциям РЕПО с расчетами в долларах США и евро [130]. При этом, в современных реалиях доступ к соответствующим иностранным валютам так же ограничен, хотя востребованность в других иностранных валютах, напротив, возросла. Поэтому, с точки зрения автора, возникает необходимость обеспечить кредитные организации ликвидностью иностранных валют дружественных государств, в число которых входят юань (Китай), рупий (Индия), дирхам (ОАЭ) и др., что соотносится с представлениями российской школы экономической мысли [48]. Санкционная политика ряда государств ускорила тренд на переход на взаиморасчеты между отечественными и зарубежными юридическими лицами в национальных валютах, в связи с чем Центральному банку Российской Федерации необходимо облегчить доступ кредитным организациям к валютам государств, с которыми осуществляется тесная взаимная торговля товарами и услугами. Включение операций РЕПО в валютах дружественных государств в инструментарий денежно-кредитной политики Банка России позволит решить эту задачу и, в результате, повысит уровень финансовой стабильности.

Во-вторых, автором предлагается расширить своп-линии между Банком России и национальными регуляторами зарубежных государств. Предложение автора обеспечивать кредитные организации иностранной валютой дружественных государств посредством проведения операций РЕПО с регулятором, безусловно, подразумевает наличие у Банка России соответствующей валюты. В этой связи Банку России целесообразно заключать соглашения об открытии своп-линий между национальным регулятором и регуляторами других стран, чья валюта востребована у российских и зарубежных компаний финансового и нефинансового секторов в рамках взаимных расчетов. Заключение подобных соглашений между национальными регуляторами позволит Банку России привлекать необходимую иностранную валюту на внутренний рынок, предоставляя российские рубли иностранным государствам, заинтересованность в которых

со стороны зарубежных контрагентов также очевидна в условиях перехода внешнеторговых расчетов на национальные валюты. С точки зрения автора, соответствующие соглашения могут быть заключены в рамках организации международного сотрудничества между странами-членами БРИКС.

В-третьих, необходимо расширить перечень активов, составляющих международные резервы Российской Федерации. Решения о блокировании российских иностранных активов, принятые блоком недружественных государств, с точки зрения автора, подорвали доверие к международной резервной валюте – доллару США. И хотя данная валюта в мировой финансовой системе по-прежнему остается наиболее ликвидной, доступ к этой валюте может быть ограничен административными методами. Анализ таких недружественных действий показывает, что экономически развитые страны могут использовать свою валюту в качестве инструмента решения собственных задач. В этой связи невозможность использования соответствующих валют, хоть и наиболее ликвидных, ставит под сомнение необходимость их включения в состав международных резервов. Более целесообразным, с точки зрения автора, представляется не столько увеличение доли золота в структуре золотовалютных резервов Российской Федерации, сколько накопление международных резервов в форме иностранных валют дружественных государств. Такая форма резервов позволит Банку России использовать их в целях обеспечения кредитных организаций ликвидностью иностранных валют в рамках операций РЕПО в валютах дружественных государств.

Кроме того, в результате проведенного в диссертационной работе исследования была выявлена необходимость повышения уровня согласованности пруденциального регулирования с денежно-кредитной политикой. Такая согласованность подразумевает принятие однонаправленных и одновременных, с учетом временного лага в 2 месяца, решений в части смягчения или ужесточения общих параметров денежно-кредитного и пруденциального регулирования. Анализ соответствующей согласованности

на группы показателей, отражающих уровень финансовой стабильности, в целом, показал положительное влияние согласованности между мерами пруденциального и монетарного характера на финансовую стабильность.

Анализ расширения финансовой доступности на рынке ипотечного кредитования в рамках государственной финансовой политики и проводимой в этот период рестрикционной денежно-кредитной политики позволил выявить риск увеличения расходов федерального бюджета на возмещение недополученных доходов кредиторам. В целях минимизации подобного риска и устранения несогласованности между денежно-кредитной и государственной финансовыми политиками автором предлагается разработать механизм, подразумевающий компенсацию регулятором из своей прибыли дополнительных расходов федерального бюджета, вызванных высоким уровнем ключевой ставки. Предложенный механизм позволит сдерживать намерения регулятора по повышению ключевой ставки, влекущее за собой рост государственных расходов, а также повысить скоординированность мер органов исполнительной власти и органов монетарного регулирования экономики. В результате, такой подход позволит увеличить количество факторов, учитываемых Советом директоров Банка России при принятии решения об изменении уровня ключевой ставки.

Повышение уровня финансовой стабильности посредством воздействия инструментов денежно-кредитной политики в рамках предложенного ранее в настоящей работе расширения факторов финансовой стабильности, предполагающего включение в их число устойчивость национальной платежной системы и технологический суверенитет, может быть обеспечено как совершенствованием параметров операций РЕПО между регулятором и кредитными организациями, так и большей имплементацией нестандартных методов монетарного регулирования.

Так, в рамках повышения финансовой стабильности автором предлагается включать в перечень ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения Банком России при проведении операций РЕПО, долевые и

долговые ценные бумаги корпораций, обеспечивающих функционирование критически важной инфраструктуры национальной платежной системы и занимающихся инновационными разработками, обеспечивающими технологический суверенитет. Такое решение позволит повысить спрос на ценные бумаги соответствующих компаний, тем самым стимулируя финансирование их деятельности, необходимость которой обуславливается обеспечением финансового суверенитета и повышением уровня финансовой стабильности. Расширение перечня ценных бумаг, принимаемых регулятором в качестве обеспечения в сделках РЕПО, позволит увеличить число компаний, занимающихся инновационными технологическими разработками, что будет способствовать росту конкуренции и повышению качества оказываемых услуг.

В части применения нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики в Российской Федерации автор, обращаясь к опыту имплементации специализированных инструментов рефинансирования кредитных организаций, считает целесообразным применять такие инструменты, направленные на стимулирование кредитования компаний, обеспечивающих функционирование критически важной инфраструктуры национальной платежной системы и занимающихся инновационными разработками, обеспечивающими технологический суверенитет. Льготные условия финансирования для подобных компаний позволят повысить их финансовую эффективность и расширить инвестиционный потенциал, реализация которого будет способствовать обеспечению финансового суверенитета и росту финансовой стабильности. При этом, в целях достижения краткосрочного положительного эффекта на финансовую стабильность автор предлагает обратиться к зарубежному опыту применения неконвенциональных методов монетарного регулирования, хоть и искажающих рыночный механизм функционирования экономики. Так, формирование дополнительного спроса на ценные бумаги рассматриваемых корпораций посредством их выкупа национальным регулятором на фондовом рынке будет способствовать росту котировок самих ценных бумаг, создавая

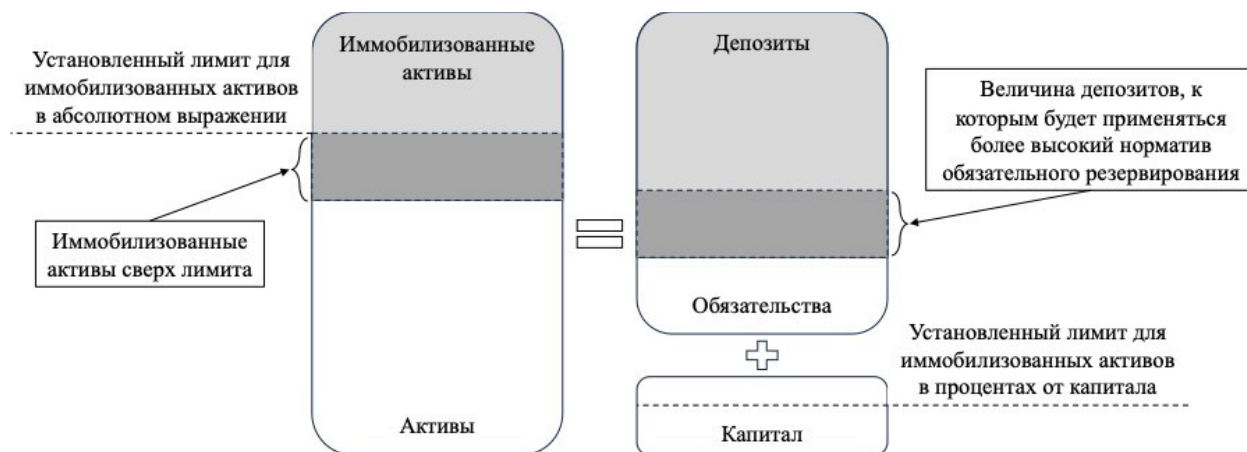
тем самым для соответствующих корпораций более благоприятные условия для привлечения дополнительного капитала и способствуя достижению национальной цели «Устойчивая и динамичная экономика» в части роста капитализации российского фондового рынка [5].

В целях минимизации риска системного финансового кризиса, риска ликвидности и других рисков, обостряющихся с развитием экосистем кредитными организациями, автором предлагается разработать механизм увеличения норматива обязательных резервов, направленный на снижение рисков для вкладчиков, прежде всего. В настоящее время в рамках пруденциального регулирования Банком России планируется введение риск-чувствительного лимита, позволившего ограничить вложения кредитных организаций в иммобилизованные активы, включающие в себя вложения в акции нефинансовых корпораций, в бессрочные облигации, в приобретение основных средств и др. Отличительные особенности таких активов заключаются в следующем:

- а) непрофильность для кредитной организации;
- б) низкая ликвидность;
- в) высокие риски обесценения;
- г) отсутствие стабильного денежного потока от актива.

Представленный в Докладе для общественных консультаций механизм предполагает расчет лимита вложений в иммобилизованные активы, превышение над которым будет напрямую вычитаться из капитала, а также расчет активов, взвешенных по уровню риска, для иммобилизованных активов, вычитаемых впоследствии из общей величины риск-взвешенных активов при расчете норматива достаточности капитала [123]. Исходя из предположений о том, что часть вложений кредитной организации в иммобилизованные активы может быть профинансирована денежными средствами вкладчиков, риски для которых необходимо минимизировать, автором предлагается в рамках денежно-кредитной политики применять более высокий норматив обязательного резервирования в отношении суммы

привлеченных депозитов, эквивалентной сумме иммобилизованных активов, превышающих установленный лимит. Действие более высоких нормативов обязательного резервирования для кредитных организаций схематически представлено на рисунке 18.



Источник: составлено автором.

Рисунок 18 – Механизм применения более высоких нормативов обязательного резервирования

Представленная на рисунке 18 схема показывает, что кредитные организации будут стремиться сократить вложения в иммобилизованные активы, поскольку на величину иммобилизованных активов, которые превышают лимит, рассчитанный в относительном выражении от капитала, регулятором в рамках монетарной политики будут применяться более высокие нормативы обязательного регулирования. Повышенные нормативы приведут к отвлечению части финансовых ресурсов из кредитных организаций на корреспондентские счета в Банке России, не приносящие доход, тем самым сократятся возможности банков наращивать объемы кредитования и извлечения прибыли. В этой связи предложенная мера в рамках совершенствования денежно-кредитного регулирования будет направлена на снижение уровня концентрации иммобилизованных активов в структуре активов кредитной организации, обеспечивая тем самым более высокий уровень защищенности средств вкладчиков и акционеров.

Итак, проведенный автором анализ гетерогенности денежно-кредитного регулирования различных государств показал, что

влияние основных инструментов монетарной политики на показатели, отражающие уровень финансовой стабильности, в целом, различается между собой. Результаты проведенного исследования позволили определить, что в целях повышения уровня финансовой стабильности национальные регуляторы не могут эксплицитно обращаться исключительно к практике успешного денежно-кредитного регулирования зарубежных государств, не учитывая специфику отечественной экономики и финансового рынка. Кроме того, в целях минимизации рисков финансовой стабильности автором был предложен комплекс мер, включающий в себя:

- а) включение в инструментарий денежно-кредитной политики Банка России операций РЕПО в валютах дружественных государств;
- б) расширение своп-линий между Банком России и национальными регуляторами зарубежных государств;
- в) расширение перечня активов, составляющих международные резервы Российской Федерации;
- г) повышение уровня согласованности между пруденциальным регулированием и денежно-кредитной политикой;
- д) разработку механизма компенсации Банком России дополнительных расходов бюджетов бюджетной системы Российской Федерации;
- е) включение в перечень ценных бумаг, принимаемых Банком России в качестве обеспечения в сделках РЕПО, долевыми и долговыми ценными бумагами корпораций, способствующих росту финансовой стабильности;
- ж) имплементацию нестандартных инструментов денежно-кредитной политики, направленных на стимулирование кредитования компаний, способствующих росту финансовой стабильности;
- з) увеличение норматива обязательного резервирования для кредитных организаций с высоким уровнем концентрации иммобилизованных активов.

В результате, реализация предложенных автором мер по совершенствованию монетарной политики Российской Федерации позволит минимизировать риски финансовой стабильности и повысить устойчивость национальной финансовой системы.

Заключение

В рамках проведенного исследования автором проанализированы различные трактовки понятия финансовой стабильности, рассмотрены подходы отечественных и зарубежных авторов к определению финансовой стабильности и выявлен ряд ключевых факторов финансовой стабильности. В условиях современных вызовов в финансовой системе автору представляется необходимым дополнить существующий перечень факторов финансовой стабильности такими теоретически обоснованными факторами, как устойчивость национальной платежной системы, технологический суверенитет, финансовый суверенитет и монетарный суверенитет. Обеспечение финансовой стабильности без учета соответствующих факторов весьма проблематично, поскольку в противном случае неминуемо будет прослеживаться накопление латентных рисков, реализация которых под давлением извне может оказать дестабилизирующее воздействие на национальную финансовую систему. При этом для органов монетарного регулирования экономики важнейшей задачей выступает обеспечение монетарного суверенитета, под которым автором предложено понимать 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, в связи с отсутствием в научной финансово-экономической литературе единой формулировки понятия финансовой стабильности, автором уточнена данная терминологическая дефиниция, в отличие от известных включающая в себя дополненные факторы, значимые для повышения надежности расчетно-платежной инфраструктуры, обеспечения финансовой безопасности страны, укрепления национальных финансово-кредитных институтов и повышения действенности инструментов монетарного регулирования.

Анализ основных элементов монетарной политики позволил определить значимость целей денежно-кредитного регулирования для общегосударственной экономической политики, комплекс стандартных и нестандартных инструментов денежно-кредитной политики и их особенности. В диссертации особое внимание уделено неконвенциональным методам монетарного регулирования. С целью развития теоретико-методических положений современной теории неконвенционального монетарного регулирования автором уточнено понятие нестандартных инструментов монетарной политики и предложены три новых признака классификации соответствующих инструментов с определением их видов: форма воздействия на спрос и предложение денег, степень регулярности операций центрального банка и характер влияния на рыночный механизм функционирования экономики. Кроме того, оценка влияния политики количественного смягчения в зарубежных странах с развитыми финансовыми рынками показала, что выкуп активов на финансовом рынке со стороны регуляторов оказывает негативное влияние на финансовую стабильность. Однако некоторые нетрадиционные инструменты денежно-кредитной политики со временем могут быть инкорпорированы в стандартную практику регуляторов, позволяя монетарной политике становиться более транспарентной.

Несовершенство финансовых рынков, приводящее к накоплению избыточных рисков и порождающее глубокие финансовые кризисы, привело к становлению и оформлению нового вида экономической политики – макропруденциальной. Основная целевая установка соответствующей политики состоит в обеспечении финансовой стабильности на макроуровне, минимизируя системные финансовые риски и ограничивая уязвимости в финансовом секторе. Анализ динамики финансового счета Российской Федерации показал, что преобладающая доля финансовых активов финансовых организаций сосредоточена в банковской системе, в связи с чем инструменты макропруденциальной политики, в большей степени, направлены именно на минимизацию системных рисков кредитных

организаций. Тем не менее, помимо макропруденциальной политики регуляторами применяются меры микропруденциального характера к финансово-кредитным институтам, позволяющим обеспечивать надежность и финансовую состоятельность таких институтов.

Анализ трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России, представляющего собой комплекс причинно-следственных связей, в рамках которого решения национального мегарегулятора по изменению или сохранению уровня ключевой ставки влияют на ценовую стабильность, показал, что основным его каналом по праву считается процентный. Принимая во внимание, что в рамках трансмиссионного механизма влияние ключевой ставки оказывается в том числе на ряд показателей, отражающих уровень финансовой стабильности и воздействующих на него, автором с целью комплексного исследования взаимосвязи между соответствующими показателями и основным инструментом монетарной политики разработана методика оценки такой взаимосвязи, заключающаяся в основном в расчете обобщающего показателя, учитывающего степень сонаправленности изменений анализируемых показателей, степень равенства средних значений темпов прироста исследуемых показателей и степень сопоставимости дисперсий рассматриваемых показателей. В целях принятия органами монетарного регулирования более взвешенных решений по темпам изменения уровня ключевой ставки автором теоретически обоснована необходимость центральному банку на постоянной основе актуализировать расчеты в рамках проведения описанной выше оценки взаимосвязи между основным инструментом денежно-кредитной политики и показателями, отражающими уровень финансовой стабильности и воздействующими на него.

Анализ зарубежной практики денежно-кредитного и пруденциального регулирования показал, что действия регулятора в рамках каждой из рассмотренных политик могут носить разнонаправленный характер и не соответствовать друг другу. Однако, несмотря на различия в целеполагании

монетарной и пруденциальной политик, автором указана необходимость обеспечения их согласованности в случаях, когда решения центрального банка как в области пруденциального регулирования, так и в области монетарной политики затрагивают темпы роста кредитования в целом. Примечательно, что принятие решений об изменении ключевой ставки влечет за собой изменение процентных ставок во всех сегментах кредитования. В этой связи автором разработан метод оценки общего уровня согласованности монетарной политики с пруденциальным регулированием, включающим 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).

Исследование финансовой доступности и финансовой инклюзивности в части их влияния на финансовую стабильность позволило определить, что чрезмерная финансовая доступность и избыточный уровень финансовой инклюзивности негативным образом отражается на уровне финансовой стабильности. Анализ динамики рынка ипотечного кредитования показал, что обеспечение чрезмерного доступа к финансовым продуктам, влекущего за собой избыточную финансовую инклюзивность, порождает дополнительные риски финансовой стабильности, включающие в себя рост инфляционных ожиданий, повышение волатильности финансовых активов на фондовом рынке, увеличение государственных расходов и др. В целях минимизации соответствующих рисков автором разработаны принципы обеспечения финансовой доступности: принцип сбалансированности, указывающий на необходимость обеспечения сбалансированного доступа к финансовым продуктам, и принцип согласованности, подразумевающий согласованность политики по обеспечению финансовой доступности с целями проводимой государственной финансовой и денежно-кредитной политиками. Следование указанным принципам позволит ограничить финансовую систему от рисков

чрезмерной финансовой инклюзивности. Примечательно, что органы монетарного регулирования экономики в результате проведения экспансионистской или рестрикционной денежно-кредитной политики также могут оказывать разнонаправленное воздействие на финансовую инклюзивность.

Проведенная автором оценка влияния уровня согласованности между денежно-кредитной политикой и пруденциальным регулированием на показатели финансовой стабильности, финансовой эффективности и макроэкономические показатели, отражающие уровень финансовой стабильности, показала, что в странах с более высоким уровнем согласованности показатели финансовой стабильности и макроэкономические показатели выше. Причем сам факт повышения уровня согласованности между рассматриваемыми политиками способствует улучшению показателей финансовой стабильности и финансовой эффективности. В результате, автором обоснована необходимость повышения уровня согласованности монетарной политики с пруденциальным регулированием в целях обеспечения и поддержания более высокого уровня финансовой стабильности.

Результаты построения модели с фиксированными эффектами для оценки гетерогенности монетарной политики различных государств в части ее влияния на группы показателей финансовой стабильности, финансовой эффективности и макроэкономических показателей, отражающих уровень финансовой стабильности, позволили заключить вывод, согласно которому национальные органы монетарного регулирования экономики при проведении денежно-кредитной политики должны учитывать специфические особенности национальной экономики и финансовой системы и не могут эксплицитно копировать опыт успешного денежно-кредитного регулирования зарубежных государств с точки зрения влияния на финансовую стабильность.

Исходя из того, что монетарной политике Российской Федерации отводится важная роль при проведении государственной экономической политики в силу ее разностороннего влияния на динамику

макроэкономических показателей и на состояние финансовой среды, автором были разработаны практические рекомендации, подразумевающие трансформацию национальной монетарной политики в целях минимизации рисков финансовой стабильности. Такая трансформация заключается в совершенствовании, изменении и дополнении существующих, а также разработке новых инструментов монетарного регулирования, позволивших повысить уровень финансовой стабильности. Разработанный автором комплекс мер монетарного характера содержит включение в инструментарий денежно-кредитной политики Банка России операций РЕПО в валютах дружественных государств, расширение своп-линий между Банком России и национальными регуляторами зарубежных государств, расширение перечня активов, составляющих международные резервы Российской Федерации, повышение уровня согласованности между пруденциальным регулированием и монетарной политикой, разработку механизма компенсации Банком России дополнительных расходов бюджетов бюджетной системы Российской Федерации, включение в перечень ценных бумаг, принимаемых Банком России в качестве обеспечения в сделках РЕПО, долевыми и долговыми ценными бумагами корпораций, способствующих росту финансовой стабильности, имплементацию нестандартных инструментов денежно-кредитной политики, направленных на стимулирование кредитования компаний, способствующих росту финансовой стабильности, увеличение норматива обязательного резервирования для кредитных организаций с высоким уровнем концентрации иммобилизованных активов. Таким образом, трансформация монетарной политики посредством реализации предложенных автором мер будет способствовать росту финансовой стабильности и реализации национальных целей Российской Федерации.

Список литературы

Нормативные правовые акты

1. Законы. О банках и банковской деятельности : федеральный закон № 395-1-ФЗ [принят Верховным Советом РСФСР 2 декабря 1990 года]. – Справочно-правовая система «Консультант плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5842/ (дата обращения: 14.05.2024).

2. Российская Федерация. Законы. О Центральном банке Российской Федерации (Банке России) : федеральный закон № 86-ФЗ [принят Государственной Думой 27 июня 2002 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37570/ (дата обращения: 06.05.2024).

3. О применении специальных экономических мер в связи с недружественными действиями Соединенных Штатов Америки и примкнувших к ним иностранных государств и международных организаций [Указ Президента Российской Федерации от 28.02.2022 № 79]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_410417/ (дата обращения: 07.01.2025).

4. О мерах по реализации Указа Президента Российской Федерации от 11 октября 2023 г. № 771 [Постановление Правительства Российской Федерации от 12.10.2023 № 1681]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_460055/ (дата обращения: 07.01.2025).

5. О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года [Указ Президента

Российской Федерации от 07.05.2024 № 309]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_475991/ (дата обращения: 05.01.2026).

6. Об утверждении Правил возмещения кредитным и иным организациям недополученных доходов по жилищным (ипотечным) кредитам (займам), выданным гражданам Российской Федерации в 2020-2024 годах [Постановление Правительства Российской Федерации от 23.04.2020 № 566]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_351097/ (дата обращения: 01.11.2024).

7. Об утверждении перечня иностранных государств и территорий, совершающих недружественные действия в отношении Российской Федерации, российских юридических и физических лиц [Распоряжение Правительства Российской Федерации от 05.03.2022 № 430-р]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_411064/ (дата обращения: 24.05.2025).

8. Об обязательных нормативах банков с базовой лицензией [Инструкция Банка России от 6 декабря 2017 года № 183-И]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_292457/ (дата обращения: 11.05.2024).

Книги, монографии

9. Абрамова, М.А. Финансовые и денежно-кредитные методы регулирования экономики. Теория и практика : учебник для вузов / коллектив авторов ; под редакцией М.А. Абрамовой, Л.И. Гончаренко, Е.В. Маркиной.

– 3-е издание, исправленное и дополненное. – Москва : Юрайт, 2024. – 508 с.
– Тираж отсутствует. – ISBN 978-5-534-13530-5.

10. Бабешко, Л.О. Эконометрика и эконометрическое моделирование в Excel и R : учебник / Л.О. Бабешко, И.В. Орлова. – Москва : ИНФРА-М, 2025. – 300 с. – Тираж отсутствует. – ISBN 978-5-16-020683-7.

11. Банковское регулирование и надзор : учебник / коллектив авторов ; под редакцией И. В. Ларионовой и С. Е. Дубовой. – Москва : КНОРУС, 2024. – 288 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-406-12505-2.

12. Грязнова, А.Г. Макроэкономика. Теория и российская практика : учебник / под редакцией А.Г. Грязновой, Н.Н. Думной. – 6-е издание, стереотипное. – Москва : КНОРУС, 2021. – 680 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-406-11389-9.

13. Денежно-кредитная и финансовая системы : учебник / коллектив авторов ; под редакцией М.А. Абрамовой, Е.В. Маркиной. – Москва : КНОРУС, 2025. – 446 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-406-13553-2.

14. Кропин, Ю.А. Деньги и современная денежная система (с позиции российской и некоторых других школ экономической мысли) : монография / Ю.А. Кропин. – 2-е издание, дополненное и переработанное. – Москва : КНОРУС, 2020. – 194 с. – Тираж отсутствует. – ISBN 978-5-4365-3254-7.

15. Кропин, Ю.А. Финансы. Деньги. Кредит. : учебник / Ю.А. Кропин, А.З. Намитулина. – Москва : КНОРУС, 2021. – 368 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-406-08335-2.

16. Развитие надзора за деятельностью финансово-кредитных институтов в России : учебник / коллектив авторов ; под редакцией С.Е. Дубовой. – Москва : КНОРУС, 2021. – 612 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-406-07927-0.

17. Современная денежно-кредитная политика : учебник / коллектив авторов ; под редакцией М.А. Абрамовой. – Москва : КНОРУС, 2022. – 332 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-406-02340-2.

18. Современные платежные системы и технологии : учебник / коллектив авторов ; под редакцией С.В. Криворучко. – Москва : КНОРУС, 2024. – 247 с. – Тираж отсутствует. – ISBN 978-5-406-13529-7.

19. Современные финансовые рынки : учебник / коллектив авторов ; под редакцией К.В. Криничанского, Б.Б. Рубцова, А.А. Цыганова. – Москва : КНОРУС, 2021. – 602 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-406-08409-0.

20. Стариков, Н.В. Национализация рубля – путь к свободе России. – Санкт-Петербург : Питер, 2017. – 448 с. – Тираж отсутствует. – ISBN 978-5-4461-0510-6.

21. Травкина, Е.В. Управление рисками в современном банке : учебное пособие / Е.В. Травкина, Е.И. Мешкова. – Москва : КНОРУС, 2021. – 216 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-406-06549-5.

22. Хабибулин, А.Г. Финансовый суверенитет и финансовая безопасность России: угрозы и риски : монография / А.Г. Хабибулин, В.Н. Анищенко, Е.В. Анищенко [и др.] ; под общей редакцией А.Г. Хабибулина. – 2-е издание, дополненное и исправленное. – Москва : ПКФ «СОЮЗ-ПРЕСС», 2023 – 497 с. – Тираж отсутствует. – ISBN отсутствует.

Диссертации

23. Абдурахманов, М.И.О. Ожидания и коммуникации в системе инструментов денежно-кредитной политики Банка России : специальность 5.2.4. Финансы : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Абдурахманов Мансур Илгар оглы ; Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации. – Москва, 2025. – 153 с. – Библиогр.: с. 129-143.

24. Зеленева, Е.С. Стратегия и тактика коммуникаций в структуре инструментов современной денежно-кредитной политики : специальность 5.2.4. Финансы : диссертация на соискание ученой степени кандидата

экономических наук / Зеленева Елена Сергеевна ; Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации. – Москва, 2022. – 203 с. – Библиогр.: с. 155-183.

25. Станик, Н.А. Кризисы на рынке ценных бумаг: характерные черты и методы ранней идентификации : специальность 08.00.10 Финансы, денежное обращение и кредит : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Станик Наталья Андреевна ; Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации. – Москва, 2013. – 169 с. – Библиогр.: с. 148-162.

Статьи

26. Абалкин, Л.И. В поисках самоопределения российской школы экономической мысли / Л.И. Абалкин // Научные труды Вольного экономического общества России. – 2015. – № 6. Том 195. – С. 57-78. – ISSN 2072-2060.

27. Абалкин, Л.И. Качественные изменения структуры финансового рынка и бегство капитала из России / Л.И. Абалкин // Вестник Финансовой академии. – 2000. – № 1 (13). – С. 68-81. – ISSN 1028-9461.

28. Абалкин, Л.И. Отличительные особенности российской школы социально-экономической мысли / Л.И. Абалкин // Вестник Московского государственного университета приборостроения и информатики. Серия: Социально-экономические науки. – 2010. – № 30. – С. 3-6. – ISSN 2227-3042.

29. Абрамова, М.А. Трансформация монетарной сферы и проблемы финансовой инклюзивности / М.А. Абрамова // Интеллект. Инновации. Инвестиции. – 2022. – № 5. – С. 10-19. – ISSN 2077-7175.

30. Абрамова, М.А. Внедрение цифровой валюты центрального банка как фактор обеспечения финансового суверенитета / М.А. Абрамова, А.Б. Фиапшев // Банковские услуги. – 2025. – № 1. – С. 3-11. – ISSN 2075-1915.

31. Батаев, А.В. Перспективы развития АО «Национальная система платежных карт» в России / А.В. Батаев // Молодой ученый. – 2017. – № 14 (148). – С. 450-453. – ISSN 2072-0297.
32. Бекетов, Н.В. О концепции финансовой стабильности экономики региона / Н.В. Бекетов // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – 2008. – № 1 (22). Том 4. – С. 31-40. – ISSN 2073-2872.
33. Буклемишев, О.В. Банк России и банковский надзор: вместе навек? / О.В. Буклемишев, Д.О. Ватолин // Вопросы экономики. – 2019. – № 10. – С. 85-98. – ISSN 0042-8736.
34. Власова, Ю.А. Обзор мер по поддержке финансовой стабильности банков в условиях кризиса 2022 г. и оценка их эффекта / Ю.А. Власова, А.А. Канкулов // Банковское дело. – 2024. – № 11. – С. 48-55. – ISSN 2071-4904.
35. Вовченко, Н.Г. Формирование институциональной платформы глобальной финансовой стабильности / Н.Г. Вовченко, Ю.С. Евлахова // Финансовые исследования. – 2010. – № 1 (26). – С. 3-10. – ISSN 1991-0525.
36. Войтехович, А.Н. Финансовый кризис в еврозоне: причины развития и меры по обеспечению финансовой стабильности / А.Н. Войтехович // Белорусский экономический журнал. – 2019. – № 4 (89). – С. 56-70. – ISSN 1818-4510.
37. Глухов, К.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.
38. Голубев, А.П. Монетарный суверенитет как залог устойчивого развития национальной экономики в условиях финансовой глобализации / А.П. Голубев // Столыпинский вестник. – 2021. – № 1. Том 3. – С. 11. – ISSN 2713-1424.
39. Горюнов, Е.Л. Что мы (не) знаем об эффективности инструментов ДКП в современном мире? / Е.Л. Горюнов, С.М. Дробышевский, В.А. Мау [и др.] // Вопросы экономики. – 2021. – № 2. – С. 5-34. – ISSN 0042-8736.

40. Гринев, Д.Д. Исследование влияния разнообразия и инклюзивности на организационную производительность / Д.Д. Гринев, Д.В. Гулякин // Экономический вестник. – 2023. – № 4. Том 2. – С. 100-108. – ISSN 2949-4648.

41. Грищенко, В.О. Денежный мультипликатор в современных финансовых системах / В.О. Грищенко // Деньги и кредит. – 2017. – № 9. – С. 10-17. – ISSN 0130-3090.

42. Дмитриева, Д.О. Финансовая устойчивость как условие стабильности развития предприятия на финансовом рынке / Д.О. Дмитриева // Энигма. – 2019. – № 16-1. – С. 144-148. – ISSN отсутствует.

43. Ермилов, В.Г. Цифровой рубль – это стратегический рывок по обретению Россией монетарного и технологического суверенитета / В.Г. Ермилов // Банковское дело. – 2024. – № 6. – С. 20-26. – ISSN 2071-4904.

44. Захарян, А.В. Оценка ключевых финансовых показателей деятельности организации с целью повышения ее финансовой стабильности / А.В. Захарян, Ю.С. Шевченко, Н.К. Величко // Деловой вестник предпринимателя. – 2022. – № 7 (1). – С. 83-91. – ISSN 2687-0991.

45. Кизатова, С.Т. Инклюзивность в академическом мире / С.Т. Кизатова // Медицина и экология. – 2023. – № 3 (108). – С. 39-43. – ISSN 2305-6045.

46. Кишкань, Ю.Н. Финансовая устойчивость как условие стабильности развития предприятия на финансовом рынке / Ю.Н. Кишкань // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. – 2016. – № 6-2. – С. 62-64. – ISSN 2073-0071.

47. Кормилицына, И.Г. Финансовая стабильность: сущность, факторы, индикаторы / И.Г. Кормилицына // Финансы и кредит. – 2011. – № 35 (467). – С. 44-54. – ISSN 2071-4688.

48. Кропин, Ю.А. Актуальные вопросы курсовой валютной политики и направление их решения / Ю.А. Кропин // Экономика. Налоги. Право. – 2025. – № 1. Том 18. – С. 32-40. – ISSN 1999-849X.

49. Кропин, Ю.А. Дискуссионные вопросы обоснованности процентной ставки центрального банка в условиях современной денежной системы / Ю.А. Кропин // Сибирская финансовая школа. – 2019. – № 1 (132). – С. 61-64. – ISSN 1993-4386.

50. Кропин, Ю.А. Дискуссионные вопросы позиционирования современной денежной системы / Ю.А. Кропин // Сибирская финансовая школа. – 2021. – № 4 (144). – С. 64-68. – ISSN 1993-4386.

51. Кропин, Ю.А. Некоторые проблемы равновесного развития российского рынка в сфере внешних рыночных отношений / Ю.А. Кропин // Культура, образование и экономическое развитие современного общества : материалы международной научно-практической конференции. – Москва : Научная библиотека, 2020. – С. 142-152. – ISBN 978-5-907242-42-5.

52. Кропин, Ю.А. Современный статус и перспективы трансформации центрального банка / Ю.А. Кропин // Финансы и кредит. – 2025. – № 1. Том 31. – С. 4-15. – ISSN 2071-4688.

53. Кудинова, М.М. Трансформация монетарной политики государств в период глобальной пандемии / М.М. Кудинова // Финансы: теория и практика. – 2022. – № 1. Том 26. – С. 41-54. – ISSN 2587-5671.

54. Кудрин, А.Л. Кредитная политика: мифы и реальность / А.Л. Кудрин, Е.Л. Горюнов, П.В. Трунин // Вопросы экономики. – 2017. – № 5. – С. 5-28. – ISSN 0042-8736.

55. Кузубова, О.И. Финансовая безопасность государства и угрозы финансовой стабильности / О.И. Кузубова // Colloquium-Journal. – 2019. – № 13-10 (37). – С. 162-163. – ISSN 2520-6990.

56. 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.

57. 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.

58. 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.

59. 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.

60. 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.

61. 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.

62. Курочкин, С.В. Динамика формы кривой бескупонной доходности российских государственных облигаций / С.В. Курочкин, М.С. Макушкин // Экономика и математические методы. – 2024. – № 4. Том 60. – С. 40-49. – ISSN 0424-7388.

63. Лазарева, И.Е. Финансовая инклюзивность как фактор социально-экономического развития / И.Е. Лазарева // Среднерусский вестник общественных наук. – 2023. – № 6. Том 18. – С. 69-87. – ISSN 2071-2367.

64. Леонов, М.В. Совершенствование денежно-кредитной политики в условиях низких процентных ставок / М.В. Леонов, Н.В. Земцова // Петербургский экономический журнал. – 2020. – № 4. – С. 137-145. – ISSN 2307-5368.

65. Марченко, В.В. Финансовая стабильность, параметры финансовой устойчивости и возможности их изменения / В.В. Марченко, А.В. Пенюгалова, Е.Б. Федотова // Матрица научного познания. – 2021. – № 9-2. – С. 41-48. – ISSN 2541-8084.

66. Мержо, М.Ш. Стоимость акционерного банковского капитала в контексте требований Базеля III / М.Ш. Мержо, Л.А. Цурова, М.С. Яндиева [и др.] // Экономика и предпринимательство. – 2019. – № 6 (107). – С. 1207-1212. – ISSN 1999-2300.

67. Могилат, А.Н. Обзор основных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и инструментов их анализа в Банке России / А.Н. Могилат // Деньги и кредит. – 2017. – № 9. – С. 3-9. – ISSN 0130-3090.

68. Моисеев, С.Р. Концепция макропруденциальной политики / С.Р. Моисеев, М.А. Лобанова // Деньги и кредит. – 2013. – № 7. – С. 46-54. – ISSN 0130-3090.

69. Морозко, Н.И. Операции РЕПО центральных банков в управлении ликвидностью / Н.И. Морозко // Банковское дело. – 2021. – № 6. – С. 12-16. – ISSN 2071-4904.

70. Мошнов, А.В. Финансовая стабильность и роль центральных банков: анализ действий в периоды финансовых кризисов / А.В. Мошнов // Вестник Владимирского государственного университета имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых. Серия: Экономические науки. – 2024. – № 1 (39). – С. 185-194. – ISSN 2409-6210.

71. Насыбуллина, Р.А. Эволюция концепции инклюзивности в архитектуре / Р.А. Насыбуллина, Д.В. Зуйков // Innovative Project. – 2024. – № 15. Том 9. – С. 40-46. – ISSN 2500-3437.

72. Новиков, А.Д. Монетарный суверенитет в современной Африке: взгляд антимонетаристов / А.Д. Новиков // Ученые записки Института Африки РАН. – 2024. – № 2 (67). – С. 201-204. – ISSN 2412-5717.

73. Ольховский, В.А. Роль платежно-расчетных систем в обеспечении стабильности и развития рынка финансовых услуг / В.А. Ольховский, Г.А. Галимова // Фундаментальные исследования. – 2014. – № 9-7. – С. 1579-1584. – ISSN 1812-7339.

74. Петрикова, Е.М. Опыт реализации политики количественного смягчения и отрицательных процентных ставок ведущими экономиками мира / Е.М. Петрикова // Банковское дело. – 2021. – № 3. – С. 6-13. – ISSN 2071-4904.

75. Серякова, Е.В. Оценка влияния крупнейших российских банков на распространение системного риска ликвидности банковского сектора / Е.В. Серякова // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2018. – № 3 (345). Том 11. – С. 326-341. – ISSN 2073-4484.

76. Спесивцев, В.А. Особенности денежно-кредитной политики в условиях использования монетарного суверенитета / В.А. Спесивцев // ЭФО: Экономика. Финансы. Общество. – 2024. – № 3 (11). – С. 20-30. – ISSN 2782-4845.

77. Трунин, П.В. Анализ нестандартных инструментов предоставления ликвидности Банка России / П.В. Трунин, Н.В. Ващелюк // Экономическая политика. – 2015. – № 1. Том 10. – С. 41-57. – ISSN 1994-5124.

78. Фернандес-Олит, Б. Финансовая инклюзивность – драйвер банковских инноваций / Б. Фернандес-Олит, Г. Гонсалес-Санс, О. Сьерра-Мартин [и др.] // Форсайт. – 2022. – № 3. Том 16. – С. 95-105. – ISSN 1995-459X.

79. Ческидов, Б.М. Антикризисные аспекты современной денежной теории / Б.М. Ческидов // Вопросы экономики. – 2021. – № 7. – С. 152-160. – ISSN 0042-8736.

80. Чернышук, Н.А. Сущность и управление финансовыми потоками предприятия как основной инструмент обеспечения финансовой стабильности организации / Н.А. Чернышук // Вестник Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова. Вступление. Путь в науку. – 2018. – № 2 (22). – С. 85-93. – ISSN 2226-6860.

81. Щербакова, А.М. Финансовые пузыри – проблема и вызов современной мировой экономики / А.М. Щербакова // Russian Economic Bulletin. – 2022. – № 5. Том 5. – С. 241-248. – ISSN 2658-5286.

82. Юдинцева, Л.А. К вопросу о финансовой стабильности организаций и стабильности финансовой системы страны / Л.А. Юдинцева // Менеджмент и бизнес-администрирование. – 2017. – № 2. – С. 114-125. – ISSN 2075-1826.

Источники на иностранных языках

83. Agénor, P.-R. Institutional mandates for macroeconomic and financial stability / P.-R. Agénor, A. Flamini // Journal of Financial Stability. – 2022. – Volume 62. – ISSN 1572-3089. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jfs.2022.101063. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1572308922000857> (дата обращения: 20.05.2024).

84. Alessandri, P. Financial Crises, Macroprudential Policy and the Reliability of Credit-to-GDP Gaps. / P. Alessandri, P. Bologna, M. Galardo // IMF Economic Review. – 2022. – Volume 70. – P. 625-667. – ISSN 2041-4161.

85. Aloui, D. The COVID-19 pandemic haunting the transmission of the quantitative easing to the exchange rate / D. Aloï // Finance Research Letters. – 2021. – Volume 43. – ISSN 1544-6123. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.frl.2021.102025. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612321001069> (дата обращения: 22.05.2024).

86. Ballouk, H. Financial stability: A scientometric analysis and research agenda / H. Ballouk, S. Ben Jabeur, S. Challita [et al.] // Research in International Business and Finance. – 2024. – Volume 70. – ISSN 0275-5319. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.ribaf.2024.102294. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0275531924000874> (дата обращения: 25.04.2024).

87. Borio, C. Assessing the risk of banking crises / C. Borio, P. Lowe // BIS Quarterly Review. – 2002. – P. 43-54. – ISSN 1683-0121. – Текст :

электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0212.pdf (дата обращения: 04.04.2024).

88. Bouvatier, V. Credit gaps as banking crisis predictors: A different tune for middle- and low-income countries / V. Bouvatier, S. El Ouardi // *Emerging Markets Review*. – 2023. – Volume 54. – ISSN 1873-6173. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.ememar.2023.101001. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1566014123000067> (дата обращения: 20.04.2024).

89. Chant, J. Financial Stability as a Policy Goal / J. Chant // *Essays on Financial Stability*. – 2003. – № 95. – P. 1-29. – ISSN 0713-7931. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/01/tr95.pdf> (дата обращения: 02.03.2024).

90. Cortes, G.S. Unconventional monetary policy and disaster risk: Evidence from the subprime and COVID-19 crises / G.S. Cortes, G.P. Gao, F.B.G. Silva [et al.] // *Journal of International Money and Finance*. – 2022. – Volume 122. – ISSN 0261-5606. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jimonfin.2021.102543. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560621001947> (дата обращения: 11.05.2024).

91. Crockett, A. The theory and practice of financial stability / A. Crockett // *Essays in international finance*. – 1997. – № 203. – P. 1-52. – ISSN 0071-142X. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://ies.princeton.edu/pdf/E203.pdf> (дата обращения: 03.03.2024).

92. Crockett, A. Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy? / A. Crockett // *Maintaining Financial Stability in a Global Economy : Proceedings of Federal Reserve Bank of Kansas City's Symposium*. – Jackson : Federal Reserve Bank of Kansas City, 1997. – P. 7-36. – ISBN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.kansascityfed.org/Jackson%20Hole/documents/3588/pdf-S97Crock.pdf> (дата обращения: 18.03.2024).

93. Das, M. Macroeconomic stability or financial stability: How are capital controls used? Insights from a new database / M. Das, H. Ordal // *Journal of Financial Stability*. – 2022. – Volume 63. – ISSN 1572-3089. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jfs.2022.101067. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1572308922000882> (дата обращения: 23.04.2024).

94. De la Concha, A. Multiplex financial networks: revealing the level of interconnectedness in the banking system / A. de la Concha, S. Martinez-Jaramillo, C. Carmona // *Studies in Computational Intelligence : Proceedings of Complex Networks*. – Cham : Springer, 2018. – P. 1135-1148. – ISSN 1860-949X.

95. De Moraes, C.O. Credit behavior and financial stability in an emerging economy / C.O. de Moraes, Á. Costa // *Economic Systems*. – 2023. – № 2. Volume 47. – ISSN 0939-3625. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.ecosys.2022.100999. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0939362522000619> (дата обращения: 23.04.2024).

96. Deryugina, E. Real-time determination of credit cycle phases in emerging markets : Working Paper / E. Deryugina, A. Ponomarenko. – Moscow : Bank of Russia, 2017. – 19 p. – ISBN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/87556/wps_17_e.pdf (дата обращения: 13.04.2024).

97. Drehmann, M. Anchoring countercyclical capital buffers: The role of credit aggregates / M. Drehmann, C. Borio, K. Tsatsaronis // *International Journal of Central Banking*. – 2011. – №4. Volume 7. – P. 189-240. – ISSN 1815-4654.

98. Dwyer, G.P. The effects of the ECB's unconventional monetary policies from 2011 to 2018 on banking assets / G.P. Dwyer, B. Gilevska, M.J. Nieto [et al.] // *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. – 2023. – Volume 87. – ISSN 1042-4431. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.intfin.2023.101800. – URL:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042443123000689> (дата обращения: 21.05.2024).

99. Ferguson, R.W., Jr. Should Financial Stability Be an Explicit Central Bank Objective? / R.W. Ferguson, Jr. // *Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems : papers presented at the ninth conference on central banking*. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2002. – 13 p. – ISBN 9781589062177. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2002/gfs/eng/ferguson.pdf> (дата обращения: 03.03.2024).

100. Nahm, J.-H. Noncore Bank Liabilities and Financial Vulnerability / J.-H. Nahm, H.S. Shin, K. Shin // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 2013. – №1. Volume 45. – P. 3-36. – ISSN 0022-2879.

101. Hałaj, G. Financial stability through the lens of complex systems / G. Hałaj, S. Martinez-Jaramillo, S. Battiston // *Journal of Financial Stability*. – 2024. – Volume 71. – ISSN 1572-3089. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jfs.2024.101228. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1572308924000135> (дата обращения: 23.04.2024).

102. Hauzenberger, N. On the effectiveness of the European Central Bank's conventional and unconventional policies under uncertainty / N. Hauzenberger, M. Pfarrhofer, A. Stelzer // *Journal of Economic Behavior and Organization*. – 2021. – Volume 191. – P. 822-845. – ISSN 0167-2681.

103. Kaminsky, G.L. The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems / G.L. Kaminsky, C.M. Reinhart // *American Economic Review*. – 1999. – № 3. Volume 89. – P. 473-500. – ISSN 0002-8282.

104. Kamate, V. Unconventional monetary policy measures and money markets: Estimating the impact of targeted repo operations on asset prices / V. Kamate // *Finance Research Letters*. – 2023. – Volume 55. – ISSN 1544-6123. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.frl.2023.103994. – URL:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1544612323003665> (дата обращения: 21.04.2024).

105. Kodan, A.S. A theoretical and quantitative analysis of financial inclusion and economic growth / A.S. Kodan, K.S. Chhikara // *Management and Labour Studies*. – № 1-2. Volume 38. – P. 103-133. – ISSN 0258-042X.

106. Macroprudential frameworks, implementation and relationship with other policies / Bank for International Settlements : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: www.bis.org/publ/bppdf/bispar94.pdf (дата обращения: 11.05.2024).

107. Mies, M. Bank opacity, systemic risk and financial stability / M. Mies // *Journal of Financial Stability*. – 2024. – Volume 70. – ISSN 1572-3089. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jfs.2023.101211. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1572308923001110> (дата обращения: 22.04.2024).

108. Mishkin, F.S. Global Financial Instability: Framework, Events, Issues / F.S. Mishkin // *Journal of Economic Perspectives*. – 1999. – Volume 13. – P. 3-20. – ISSN 0895-3309.

109. Oanh, T.T.K. Relationship between financial inclusion, monetary policy and financial stability: An analysis in high financial development and low financial development countries / T.T.K. Oanh, L.T.T. Van, L.Q. Dinh // *Heliyon*. – 2023. – № 6. Volume 9. – ISSN 2405-8440. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.heliyon.2023.e16647. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2405844023038549> (дата обращения: 18.05.2024).

110. Pisicoli, B. Financial development, diversity, and economic stability: Micro and systemic evidence / B. Pisicoli // *International Economics*. – 2023. – Volume 175. – P. 187-200. – ISSN 2110-7017.

111. Pradhan, R.P. Sustainable economic development in India: The dynamics between financial inclusion, ICT development, and economic growth / R.P. Pradhan, M.B. Arvin, M.S. Nair [et al.] // *Technological Forecasting and Social*

Change. – 2021. – Volume 169. – ISSN 0040-1625. – Текст : электронный.
– DOI 10.1016/j.techfore.2021.120758. – URL:
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0040162521001906> (дата обращения: 19.10.2024).

112. Safeguarding financial stability : theory and practice / G.J. Schinasi.
– Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2005. – 330 p.
– ISBN 9781589064409.

113. Sethi, D. Financial inclusion and economic growth linkage: some cross country evidence / D. Sethi, D. Acharya // Journal of Financial Economic Policy.
– № 3. Volume 10. – P. 369-385. – ISSN 1757-6385.

114. Stone, M. Should Unconventional Balance Sheet Policies Be Added to the Central Bank toolkit? A Review of the Experience so Far : Working Paper / M. Stone, K. Fujita, K. Ishi. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2011. – 70 p. – ISBN 9781455268467. – Текст : электронный. – DOI 10.5089/9781455268467.001. – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11145.pdf> (дата обращения: 05.01.2025).

115. Toward Universal Financial Inclusion in China: Models, Challenges, and Global Lessons. – Washington, D.C. : World Bank Group, 2018. – 86 p. – ISBN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI 10.1596/29336. – URL: <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/3ab7018b-28ac-5435-ac36-b08c3059fe20/content> (дата обращения: 21.10.2024)

116. Zhou, T. Does unconventional monetary policy improve credit support for the industry chain? The mechanism of trade credit / T. Zhou, Z. Li, H. Bai [et al.] // International Review of Economics & Finance. – 2024. – Volume 91. – P. 180-192. – ISSN 1059-0560.

Электронные ресурсы

117. Банкоматы под санкциями: будут ли проблемы со снятием наличных / Российская газета : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://rg.ru/2022/08/10/bankomaty-pod-sankciiami-budut-li-problemy-so-sniatiem-nalichnyh.html> (дата обращения: 05.01.2025).

118. Годовой отчет Банка России за 2015 год / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/collection/collection/file/7798/ar_2015.pdf (дата обращения: 07.01.2025).

119. Годовой отчет Банка России за 2021 год / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/40915/ar_2021.pdf (дата обращения: 14.05.2024).

120. Годовой отчет Банка России за 2024 год / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/55239/ar_2024.pdf (дата обращения: 25.10.2025).

121. Годовые отчеты и Отчеты о сделках с заинтересованностью / Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/a2825> (дата обращения: 09.02.2025).

122. Доклад для общественных консультаций «Обзор денежно-кредитной политики» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/content/document/file/146814/consultation_paper_18052023.pdf (дата обращения: 07.01.2025).

123. Доклад для общественных консультаций «Риск-чувствительный лимит для имобилизованных активов» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/176951/Consultation_Paper_27052025.pdf (дата обращения: 29.05.2025).

124. Доклад «Финансовый суверенитет Российской Федерации» / Агентство стратегических инициатив : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://asi.ru/library/main/195748/> (дата обращения: 31.05.2025).

125. Индикатор индивидуальных инвестиций / Московская биржа : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/s2184> (дата обращения: 09.02.2025).

126. Информационно-аналитический материал «Макропруденциальная политика Банка России: концепция проведения и планируемые решения» / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/140208/material_20220920.pdf (дата обращения: 11.05.2024).

127. Льготная ипотека / Спроси ДОМ.РФ : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://спроси.дом.рф/instructions/kak-vzyat-ipoteku-s-gospodderzhkoj-ro-stavke-6-5/> (дата обращения: 14.05.2024).

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

129. Минфин поддержал завершение большинства программ льготной ипотеки / Ведомости : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/news/2024/04/16/1032070-zavershenie> (дата обращения: 16.11.2024).

130. О сделках РЕПО в иностранной валюте / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/press/pr/?file=16102014_131140dkp2014-10-16T13_08_17.htm (дата обращения: 25.05.2025).

131. Обязательные резервы / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/oper_br/o_dkp/reserve_requirements/ (дата обращения: 14.05.2024).

132. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/139691/on_2023\(2024-2025\).pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/139691/on_2023(2024-2025).pdf) (дата обращения: 14.05.2024).

133. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/164702/on_2025\(2026-2027\).pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/164702/on_2025(2026-2027).pdf) (дата обращения: 08.01.2025).

134. Процентные ставки по операциям Банка России / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/oper_br/iro/ (дата обращения: 14.05.2024).

135. Рынок труда, занятость и заработная плата // Федеральная служба государственной статистики : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://rosstat.gov.ru/labor_market_employment_salaries (дата обращения: 15.12.2024).

136. Средняя цена 1 кв. м общей площади квартир на рынке жилья / ЕМИСС : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.fedstat.ru/indicator/31452> (дата обращения: 13.11.2024).

137. Статистика внешнего сектора / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/external_sector/etg/ (дата обращения: 24.05.2025).

138. Финансовая доступность / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/develop/development_affor/ (дата обращения: 11.05.2024).

139. Финансовые счета и балансы финансовых активов и обязательств системы национальных счетов Российской Федерации / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/fafbs/ (дата обращения: 03.11.2025).

140. Что означают санкции против Мосбиржи / Ведомости : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2024/06/12/1043470-что-означают-sanksii-protiv-mosbirzhi> (дата обращения: 06.01.2025).

141. BIS Data Portal / Bank for International Settlements : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://data.bis.org> (дата обращения: 03.01.2025).

142. Financial Inclusion / World Bank Group : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.worldbank.org/en/topic/financialinclusion/overview#1> (дата обращения: 19.10.2024).

143. Global Financial Development Database / World Bank Group : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный.

– URL: <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/global-financial-development-database> (дата обращения: 21.04.2025).

144. Global financial stability report «Old Risks, New Challenges» // Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2013. – 146 p. – ISBN 978-1-47558-958-0. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Old-Risks-New-Challenges> (дата обращения: 07.01.2025).

145. Global Partnership for Financial Inclusion : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.gpfi.org/featured/first-annual-gpfi-conference-and-technical-meeting-standard-setting-bodies-and-financial-inclusion> (дата обращения: 14.09.2024).

146. Selic interest rate / BANCO CENTRAL DO BRASIL : официальный сайт. – Brasilia. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://lftchallenge.bcb.gov.br/en/monetarypolicy/selicrate> (дата обращения: 20.05.2025).

147. The Global Findex Database 2021 / World Bank Group : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.worldbank.org/en/publication/globalfindex/Data> (дата обращения: 27.10.2024).

148. The Macroeprudential Policy Survey / International Monetary Fund : официальный сайт. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.elibrary-areaer.imf.org/Macroeprudential/Pages/Home.aspx> (дата обращения: 22.12.2024).

Приложение А
(информационное)

**Описательная статистика индекса Мосбиржи и акций ПАО «ГК» Самолет»,
ПАО «ИНГРАД», ПАО «ПИК СЗ»**

Таблица А.1 – Описательная статистика индекса Мосбиржи и акций застройщиков за период 2018-2024 гг.

В процентах

Период	Показатель	Индекс Мосбиржи	ПАО «ГК» Самолет»	ПАО «ИНГРАД»	ПАО «ПИК СЗ»
С 01.01.2018 по 23.04.2020	Среднее значение	93,9	–	87,0	62,8
	Стандартное отклонение	9,7	–	7,0	5,3
	min	77,2 (09.04.2018)	–	68,2 (17.03.2020)	51,7 (19.01.2018)
	max	118,9 (20.01.2020)	–	104,8 (09.01.2018)	76,9 (12.02.2020)
	Delta (max-min)	41,7	–	36,7	25,2
С 24.04.2020 по 16.04.2024	Среднее значение	111,3	305,2	150,3	132,7
	Стандартное отклонение	22,1	122,8	35,0	41,0
	min	70,8 (10.10.2022)	98,1 (08.12.2020)	75,8 (25.06.2020)	63,5 (15.05.2020)
	max	158,3 (20.10.2021)	599,8 (17.09.2021)	209,1 (03.08.2023)	261,6 (22.09.2021)
	Delta (max-min)	87,5	501,7	133,3	198,1
С 17.04.2024 по 14.11.2024	Среднее значение	110,2	271,5	169,2	130,9
	Стандартное отклонение	10,6	79,8	14,7	21,2
	min	93,2 (03.09.2024)	133,4 (07.11.2024)	141,5 (10.10.2024)	84,3 (06.11.2024)
	max	129,3 (17.05.2024)	405,6 (22.04.2024)	195,4 (19.04.2024)	166,6 (21.06.2024)
	Delta (max-min)	36,1	272,1	53,8	82,3
Примечание – за 100% приняты значение индекса и цены закрытия акций 29 октября 2020 года на Московской бирже.					

Источник: составлено автором на основе данных Сbonds [128].

Приложение Б
(информационное)

Описательная статистика показателей для оценки финансовой стабильности

Таблица Б.1 – Описательная статистика показателей, используемых для оценки финансовой стабильности

Показатель	Количество стран исследования	Общий период исследования	Период исследования до 2014 г.	Период исследования с 2015 г.
Банковский Z-критерий	15	2006-2021 гг.	2006-2014 гг.	2015-2021 гг.
Доля просроченных кредитов банковского сектора	15	2008-2019 гг.	2008-2014 гг.	2015-2019 гг.
Волатильность фондового рынка	15	2006-2021 гг.	2006-2014 гг.	2015-2021 гг.
Чистый процентный доход	15	2007-2021 гг.	2007-2014 гг.	2015-2021 гг.
Рентабельность активов	15	2007-2021 гг.	2007-2014 гг.	2015-2021 гг.
Рентабельность собственного капитала	15	2007-2021 гг.	2007-2014 гг.	2015-2021 гг.
Коэффициент «Затраты / Доходы»	15	2006-2021 гг.	2006-2014 гг.	2015-2021 гг.
Кредитный гэп	15	2006-2021 гг.	2006-2014 гг.	2015-2021 гг.
Уровень долговой нагрузки частного нефинансового сектора	13	2006-2021 гг.	2006-2014 гг.	2015-2021 гг.

Источник: составлено автором на основе данных Всемирного банка [143].

Таблица Б.2 – Лепестковые диаграммы бальной оценки показателей, используемых для оценки финансовой стабильности

Группа показателей	Общий период исследования	Период исследования до 2014 г.	Период исследования с 2015 г.
1	2	3	4
Показатели финансовой стабильности	<p>Legend: — Z-критерий — ПРК — ВФР</p>	<p>Legend: — Z-критерий — ПРК — ВФР</p>	<p>Legend: — Z-критерий — ПРК — ВФР</p>
Показатели финансовой эффективности	<p>Legend: — ЧПД — РА — РСК — КЗД</p>	<p>Legend: — ЧПД — РА — РСК — КЗД</p>	<p>Legend: — ЧПД — РА — РСК — КЗД</p>

Продолжение таблицы Б.2

1	2	3	4
<p>Макроэкономические показатели</p>	<p>— Кредитный гэп — УДН</p>	<p>— Кредитный гэп — УДН</p>	<p>— Кредитный гэп — УДН</p>
<p>Примечания</p> <ol style="list-style-type: none"> 1 ВБ – Великобритания. 2 МК – Мексика. 3 ИЗ – Индонезия. 4 БР – Бразилия. 5 СА – Саудовская Аравия. 6 ИТ – Италия. 7 РОС – Россия. 8 АР – Аргентина. 9 ИН – Индия. 10 ТР – Турция. 11 ФР – Франция. 12 КТ – Китай. 13 ГР – Германия 			

Источник: составлено автором на основе данных Всемирного банка [143].

Приложение В
(информационное)

Описательная статистика модели с фиксированными эффектами

Таблица В.1 – Результаты построения модели с фиксированными эффектами для показателей финансовой стабильности, финансовой эффективности и макроэкономических показателей

№	Страна	Значение оценки	Стандартная ошибка	t-value	p-value	Уровень статистической значимости
1	2	3	4	5	6	7
Банковский Z-критерий						
1	Аргентина	8,051	0,961	8,375	<<0,001	***
2	Бразилия	16,415	0,669	24,528	<<0,001	***
3	Китай	21,406	0,614	34,853	<<0,001	***
4	Франция	14,512	0,591	24,564	<<0,001	***
5	Германия	17,490	0,591	29,606	<<0,001	***
6	Индия	12,551	0,591	21,223	<<0,001	***
7	Индонезия	4,661	0,627	7,433	<<0,001	***
8	Италия	17,009	0,626	27,164	<<0,001	***
9	Мексика	13,849	0,591	23,442	<<0,001	***
10	Россия	20,501	0,616	33,290	<<0,001	***
11	Саудовская Аравия	7,222	0,655	11,027	<<0,001	***

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4	5	6	7
12	ЮАР	21,027	0,596	35,301	<<0,001	***
13	Турция	11,037	0,689	16,016	<<0,001	***
14	Великобритания	32,581	0,591	55,119	<<0,001	***
15	США	14,801	0,627	23,606	<<0,001	***
Доля просроченных кредитов банковского сектора						
1	Аргентина	1,549	0,798	1,940	0,054	.
2	Бразилия	2,932	0,555	5,281	<<0,001	***
3	Китай	1,301	0,504	2,578	0,011	*
4	Франция	2,287	0,484	4,727	<<0,001	***
5	Германия	3,628	0,484	7,499	<<0,001	***
6	Индия	2,150	0,484	4,443	<<0,001	***
7	Индонезия	2,188	0,513	4,261	<<0,001	***
8	Италия	5,161	0,517	9,991	<<0,001	***
9	Мексика	12,511	0,484	25,857	<<0,001	***
10	Россия	2,251	0,504	4,467	<<0,001	***
11	Саудовская Аравия	7,483	0,541	13,837	<<0,001	***
12	ЮАР	1,740	0,488	3,569	<<0,001	***

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4	5	6	7
13	Турция	2,972	0,548	5,419	<<0,001	***
14	Великобритания	2,430	0,484	5,022	<<0,001	***
15	США	3,706	0,516	7,185	<<0,001	***
Волатильность фондового рынка						
1	Аргентина	27,675	2,911	9,508	<<0,001	***
2	Бразилия	24,270	2,026	11,977	<<0,001	***
3	Китай	22,510	1,860	12,104	<<0,001	***
4	Франция	20,245	1,789	11,318	<<0,001	***
5	Германия	20,841	1,789	11,651	<<0,001	***
6	Индия	16,667	1,791	9,307	<<0,001	***
7	Индонезия	18,106	1,899	9,536	<<0,001	***
8	Италия	14,983	1,896	7,903	<<0,001	***
9	Мексика	24,001	1,789	13,418	<<0,001	***
10	Россия	16,802	1,865	9,011	<<0,001	***
11	Саудовская Аравия	15,261	1,983	7,696	<<0,001	***
12	ЮАР	23,327	1,804	12,934	<<0,001	***
13	Турция	22,043	2,087	10,565	<<0,001	***

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4	5	6	7
14	Великобритания	17,869	1,790	9,984	<<0,001	***
15	США	16,891	1,899	8,897	<<0,001	***
Чистый процентный доход						
1	Аргентина	5,431	0,340	15,979	<<0,001	***
2	Бразилия	4,170	0,226	18,454	<<0,001	***
3	Китай	2,174	0,208	10,426	<<0,001	***
4	Франция	0,813	0,200	4,056	<<0,001	***
5	Германия	0,624	0,200	3,115	0,002	**
6	Индия	1,639	0,200	8,175	<<0,001	***
7	Индонезия	5,277	0,212	24,912	<<0,001	***
8	Италия	2,448	0,213	11,511	<<0,001	***
9	Мексика	1,324	0,200	6,609	<<0,001	***
10	Россия	4,190	0,209	20,066	<<0,001	***
11	Саудовская Аравия	3,331	0,222	15,011	<<0,001	***
12	ЮАР	2,742	0,202	13,585	<<0,001	***
13	Турция	3,519	0,233	15,110	<<0,001	***
14	Великобритания	3,271	0,200	16,322	<<0,001	***

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4	5	6	7
15	США	2,542	0,213	11,947	<<0,001	***
Рентабельность активов						
1	Аргентина	2,192	0,199	11,017	<<0,001	***
2	Бразилия	1,082	0,132	8,178	<<0,001	***
3	Китай	0,921	0,122	7,546	<<0,001	***
4	Франция	-0,015	0,117	-0,124	0,901	..
5	Германия	0,196	0,117	1,670	0,096	.
6	Индия	0,259	0,117	2,210	0,028	*
7	Индонезия	1,742	0,124	14,047	<>0,001	***
8	Италия	0,551	0,125	4,429	<>0,001	***
9	Мексика	0,037	0,117	0,315	0,753	..
10	Россия	0,905	0,122	7,400	<<0,001	***
11	Саудовская Аравия	1,027	0,130	7,904	<<0,001	***
12	ЮАР	1,865	0,118	15,778	<<0,001	***
13	Турция	1,436	0,136	10,530	<<0,001	***
14	Великобритания	0,887	0,117	7,564	<<0,001	***
15	США	0,937	0,125	7,519	<<0,001	***

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4	5	6	7
Рентабельность собственного капитала						
1	Аргентина	18,306	2,330	7,857	<<0,001	***
2	Бразилия	11,180	1,549	7,217	<<0,001	***
3	Китай	14,246	1,429	9,968	<<0,001	***
4	Франция	0,213	1,374	0,155	0,877	..
5	Германия	5,564	1,374	4,051	<<0,001	***
6	Индия	3,844	1,374	2,797	0,006	**
7	Индонезия	14,452	1,452	9,953	<<0,001	***
8	Италия	8,506	1,458	5,833	<<0,001	***
9	Мексика	0,572	1,374	0,416	0,678	..
10	Россия	8,988	1,432	6,278	<<0,001	***
11	Саудовская Аравия	8,454	1,521	5,556	<<0,001	***
12	ЮАР	13,337	1,384	9,637	<<0,001	***
13	Турция	13,061	1,597	8,180	<<0,001	***
14	Великобритания	8,128	1,374	5,917	<<0,001	***
15	США	14,136	1,459	9,690	<<0,001	***

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4	5	6	7
Коэффициент «Затраты / Доходы»						
1	Аргентина	64,024	2,798	22,885	<<0,001	***
2	Бразилия	63,905	1,948	32,811	<<0,001	***
3	Китай	36,429	1,788	20,381	<<0,001	***
4	Франция	83,743	1,719	48,709	<<0,001	***
5	Германия	69,238	1,719	40,273	<<0,001	***
6	Индия	63,130	1,721	36,679	<<0,001	***
7	Индонезия	50,201	1,825	27,508	<<0,001	***
8	Италия	48,714	1,822	26,733	<<0,001	***
9	Мексика	68,605	1,719	39,904	<<0,001	***
10	Россия	61,955	1,792	34,569	<<0,001	***
11	Саудовская Аравия	71,607	1,906	37,569	<<0,001	***
12	ЮАР	35,371	1,734	20,405	<<0,001	***
13	Турция	46,147	2,005	23,011	<<0,001	***
14	Великобритания	60,264	1,720	35,031	<<0,001	***
15	США	59,495	1,825	32,605	<<0,001	***

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4	5	6	7
Кредитный гэп						
1	Аргентина	-11,155	1,604	-6,954	<<0,001	***
2	Бразилия	0,749	1,133	0,661	0,509	..
3	Китай	3,509	1,045	3,358	<<0,001	***
4	Франция	-6,180	1,008	-6,133	<<0,001	***
5	Германия	6,326	1,008	6,278	<<0,001	***
6	Индия	-9,746	1,009	-9,662	<<0,001	***
7	Индонезия	2,150	1,065	2,018	0,044	*
8	Италия	-3,989	1,064	-3,749	<<0,001	***
9	Мексика	-2,112	1,008	-2,096	0,036	*
10	Россия	1,978	1,048	1,888	0,059	.
11	Саудовская Аравия	0,004	1,110	0,004	0,997	..
12	ЮАР	1,999	1,015	1,969	0,049	*
13	Турция	3,446	1,165	2,959	0,003	**
14	Великобритания	-4,969	1,008	-4,928	<<0,001	***
15	США	-2,407	1,065	-2,259	0,024	*

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4	5	6	7
Уровень долговой нагрузки частного нефинансового сектора						
1	Аргентина	–	–	–	–	–
2	Бразилия	16,765	0,280	59,799	<<0,001	***
3	Китай	15,073	0,280	53,763	<<0,001	***
4	Франция	12,228	0,280	43,614	<<0,001	***
5	Германия	17,837	0,280	63,622	<<0,001	***
6	Индия	15,442	0,280	55,078	<<0,001	***
7	Индонезия	3,482	0,280	12,421	<<0,001	***
8	Италия	11,850	0,280	42,265	<<0,001	***
9	Мексика	11,032	0,280	39,351	<<0,001	***
10	Россия	3,310	0,280	11,808	<<0,001	***
11	Саудовская Аравия	–	–	–	–	–
12	ЮАР	10,539	0,280	37,590	<<0,001	***
13	Турция	11,718	0,280	41,797	<<0,001	***
14	Великобритания	14,814	0,280	52,838	<<0,001	***

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4	5	6	7
15	США	8,234	0,280	29,369	<<0,001	***
<p>Примечания</p> <p>«..» – уровень статистической значимости более 10%.</p> <p>«.» – уровень статистической значимости 10%.</p> <p>«*» – уровень статистической значимости 5%.</p> <p>«**» – уровень статистической значимости 1%.</p> <p>«***» – уровень статистической значимости 0,1%</p>						

Источник: составлено автором на основе данных Банка международных расчетов [141], Всемирного банка [143].