

ФИКСИРУЕМ ТЕНДЕНЦИЮ

ДИЛЕММА ОБЕСПЕЧЕНИЯ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ И СТИМУЛИРОВАНИЯ РОСТА РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

ГАЛИНА ПАНОВА

МГИМО МИД России, Москва, Россия

ИРИНА ЛАРИОНОВА

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия

НИКИТА ШУБА

АО «Газпромбанк», Москва, Россия

Резюме

Вызовы и риски геоэкономики и геополитики обнажили проблемы замедления темпов экономического роста и потребовали переосмысления подходов к сдерживанию инфляции. Монетарные власти в странах с развитой экономикой вынуждены приспосабливаться к переходу от сверхнизких процентных ставок к их существенному росту на фоне высокого государственного долга, а в развивающихся странах — продолжать поиск инструментов стимулирования деловой активности в условиях высоких темпов инфляции и процентных ставок. Вместе с тем рутинные методы денежно-кредитного регулирования подчас не дают ожидаемых результатов, а подходы, апробированные в прошлом столетии, оказываются недостаточно эффективными. Одновременно ряд крупных стран, включая Россию, находятся под жёсткими односторонними ограничениями, история которых далека от своего завершения. В этой связи дискуссия о стимулировании экономического роста не в ущерб финансовой стабильности относится к числу наиболее актуальных и острых. Суть проблемы состоит в следующем: приоритет одной из противоположностей выше-названной дилеммы нивелирует достижение целей другой. Разрешение этого противоречия лежит в плоскости поиска компромисса и неординарных решений, которые носят многоаспектный характер, включая особенности регулирования финансового рынка и деятельности его институтов, потенциал участия которых в экономическом развитии страны остаётся далеко не исчерпанным. В этой связи большое значение приобретает уточнение целевых ориентиров денежно-кредитной политики, её влияния на экономику. Авторы статьи пришли к выводу, что необходима смена парадигмы «финансовая стабильность» на «стимулирование устойчивого роста национальной экономики», и предлагают повысить эффективность функционирования финансового регулятора в России, выделив из функционала Центрального банка Российской Федерации блок макро- и микропруденциального регулирования, а также надзора за деятельностью участников финансового рынка и передав эти функции независимому органу. Предлагаемые меры обеспечат сфокусированность институциональной модели регулирования финансового рынка на

Статья подготовлена с использованием материалов научного исследования Финуниверситета по заказу Правительства Российской Федерации — 1022041100225-2-5.2.4.

Дата поступления рукописи в редакцию: 16.03.2024

Дата принятия к публикации: 09.06.2024

Для связи с авторами / Corresponding author:

Email: granova@mail.ru

достижение задачи обеспечения финансовой стабильности при условии устойчивого роста и цифровой трансформации российской экономики.

Ключевые слова:

финансовая стабильность; финансовый рынок; финансовые посредники; денежно-кредитная политика; количественное смягчение; денежный мультипликатор; денежная база; цифровая экономика; бизнес-модель; технологическая платформа; экосистема

Выявление взаимосвязи финансовой стабильности и устойчивого экономического роста — предмет острой научной полемики, подогреваемой нарастанием рисков неопределённости под влиянием геополитических вызовов и объективной необходимостью достижения технологического прорыва в условиях цифровой трансформации экономики. Состояние стабильности на финансовом рынке и деятельности его ключевых игроков не отличаются постоянством: они подвержены возмущениям со стороны внешних и внутренних факторов и определяются циклическими колебаниями (экономические и финансовые циклы), возникновением дисбалансов в других секторах экономики и конъюнктурой рынка. Обеспечение финансовой стабильности, как правило, поддерживается принятием регулирующих мер со стороны центральных банков, которые могут оказывать разнонаправленное влияние на деловую активность и, соответственно, стимулировать или ограничивать экономическое развитие.

Ретроспективный анализ публикаций по данной проблематике свидетельствует, что вопросы теории и практики экономического роста изучались советскими учёными ещё в 1960-х — 1980-х годах. Теория экономического роста формировалась в качестве самостоятельного направления макроэкономических исследований. В конце XX — начале XXI века акценты в научных работах постепенно смещались в пользу перехода от экстенсивного к преимущественно интенсивному типу экономического роста. Исследователи отмечали позитивное влияние глубины финансового рынка на темпы экономического роста [King, Levine 1993; Levine, Zervos 1998; Rajan, Zingales 1998; Beck et al. 2000; Levine et al. 2000; Afonso, Blanco-Arana 2022].

Тем не менее постепенно фокус научных дискуссий стал смещаться в сторону поиска компромисса между высокими темпами экономического роста и возрастающими рисками финансовой нестабильности, нахождения границы, пересечение которой могло стать катализатором кризиса вследствие нерационального распределения ресурсов [Loayza, Ranciere 2006; Pisicoli 2023]. Практическим результатом этих обсуждений стало реформирование финансовой сферы по разным направлениям — от макропруденциальной политики до инструментария и механизмов реализации денежно-кредитной политики, которые позволяли контролировать спрос на кредит и цены на активы.

Некоторые учёные [Bachmann et al. 2022] допускали, что центральные банки располагают несовершенной информацией о фактическом состоянии экономики в момент принятия решений по изменению политики. В этой связи резонанно ставился вопрос относительно эффекта шока или уровня влияния денежно-кредитной политики на реальную экономику, на который до настоящего времени не существует однозначного ответа. По-прежнему актуальна дискуссия, должна ли денежно-кредитная политика реагировать на финансовые дисбалансы. Общепризнанный подход исходит из необходимости и целесообразности учёта влияния не только денежно-кредитной, но и макропруденциальной политики, инструменты которой воздействуют на реальные переменные экономической системы (сокращение предложения кредита оказывает влияние на спрос и предложение в экономике). Причём ключевую роль в динамике банковского кредита играет не ужесточение надзора со стороны регулятора, а установление экономических нормативов деятельности коммерческих банков в

соответствии с международными стандартами (Базель III) – достаточности капитала, ликвидности, измерения риска [Bernanke, Lown 1991; Андреев и др. 2019; Бурлачков 2018; Grishchenko et al. 2021]¹ и т.д. Данные выводы подтверждаются рядом научных работ, анализирующих группы банков, разделённых по принципам достаточности капитала, ликвидности, а также объёму активов [Carpenter, Demiralp 2010; Юдаева 2018; Гогичаев, Панова 2024].

Вызовы последних лет, с которыми столкнулись многие страны мира, включая Россию, отчетливо продемонстрировали, что монетарные методы регулирования экономики в качестве механизма обеспечения финансовой и ценовой стабильности утратили былую эффективность. Влияние немонетарных факторов на инфляцию стало более существенным. В результате политика высоких процентных ставок не приносит ожидаемых краткосрочных эффектов в обеспечении ценовой и финансовой стабильности и тем более экономического роста. Полагаем, что поиск направлений «примирения» двух противоположностей – финансовая стабильность vs экономический рост – в том числе посредством компромиссов в русле приоритетов развития экономики приобрёл особую актуальность в современном мире. Анализ научной литературы, действующей практики и экспертных мнений показал, что теория разрешения поставленной дилеммы требует более глубокого переосмысления, а практика – дополнительного анализа и оценки.

Вышеизложенное позволяет авторам поставить вопрос о необходимости внести коррективы в целеполагание денежно-кредитной политики во взаимосвязи с макропруденциальной политикой Центрального банка Российской Федерации, определив курс на стимулирование устойчивого роста национальной экономики в интересах общества и государства. Именно эта задача определена авторами как дилемма обеспечения финансовой стабильности и стиму-

лирования роста российской экономики, поиску решения которой посвящена данная статья.

Методологическую основу исследования составили обзор, анализ и обобщение трудов отечественных и зарубежных учёных; законодательных и нормативно-правовых актов по вопросам развития денежно-кредитной политики во взаимосвязи с макропруденциальной политикой Банка России, связи теории и практики в условиях новой цифровой экономики. В качестве основных методов исследования были использованы системный и логический подходы, метод теоретического познания, в качестве дополнительных: исторический и метод научной абстракции. Основой для анализа стали материалы международных финансово-кредитных институтов и национальных финансовых регуляторов.

Денежно-кредитная политика как фактор обеспечения финансовой стабильности

В теории и практике монетарного регулирования пока не выработано единства взглядов экономистов на традиционную политику денежно-кредитной экспансии. Относительно основных теоретических доктрин между научными школами (включая монетаристскую и кейнсианскую) существует консенсус. Вместе с тем до конца не ясно, следует ли при проведении денежно-кредитной политики руководствоваться определёнными правилами, или необходимо предоставить монетарным властям значительную свободу действий и автономность. Деятельность министерства финансов в большинстве стран с развитой экономикой осуществляется в рамках жёсткого бюджетного правила, что, в свою очередь, позволяет независимому центральному банку более эффективно применять инструменты денежно-кредитной политики благодаря широте его действий.

При проведении денежно-кредитной политики регуляторы используют ряд инструментов для достижения операцион-

¹ Макропруденциальная политика в условиях приближения номинальных процентных ставок к нулевой границе может оказаться дополнительным инструментом стимулирования экономики.

ных и стратегических целей, обеспечивающих контроль уровня ликвидности и воздействующих на структуру экономики. В зависимости от уровня развития страны, национальных особенностей и структуры её экономики эти методы могут различаться, но основным инструментарием денежно-кредитной политики остаются официальная процентная ставка, нормы обязательных резервов и операции на открытом рынке. Эти инструменты призваны оказать влияние на денежную массу, чтобы, с одной стороны, обеспечить устойчивость экономической системы посредством контроля ликвидности, а с другой — воздействовать на инфляцию, занятость и экономический рост.

Стимулирование роста ВВП достигается, как правило, за счёт расширения денежной базы, что повышает совокупный спрос. Важную роль в количественном измерении данного эффекта должен играть банковский мультипликатор, который отражает уровень ответной реакции изменения денежной массы на колебания денежной базы. В этой связи можно предположить наличие тесной взаимосвязи между массой денег в обращении, банковским кредито-

ванием и обязательными резервами коммерческих банков на счетах в центральном банке. В частности, учёные и практики [Горюнов и др. 2021]² анализируют взаимосвязи денежной базы и денежной массы; указывают, что снижение эффективности применения традиционных инструментов денежно-кредитной политики обуславливает необходимость поиска новых способов монетарного стимулирования экономики. Активно обсуждаются возможности нетрадиционной денежно-кредитной политики с точки зрения её влияния на экономику, имея в виду монетарные меры, принимаемые центральными банками для достижения операционных и стратегических целей в условиях, когда имеющийся инструментарий уже исчерпал свои возможности. Примером выступают программы «количественного смягчения» в Японии, США и странах еврозоны, целью которой декларировались стимулирование и поддержка экономики³.

Хотя процентные ставки в начале XXI века находились на сверхнизком уровне⁴, экономики развитых стран нуждались в дополнительном притоке ликвидности. Кроме того, в условиях угрозы банкротства

² Бруннермайер М. После десятилетий затишья инфляция возвращается; для борьбы с ней центральные банки должны изменить свой подход // Финансы и развитие. Март 2023. С. 5–9.

³ Программы «количественного смягчения» (QE) в Японии, начавшиеся в 2001 г., рассматривались в качестве временной меры оживления экономики и преодоления дефляции. Они применялись в течение пяти лет и в дальнейшем неоднократно перезапускались.

В США программа количественного смягчения (Large-scale Asset Purchase, LSAP) была реализована ФРС с ноября 2008 по 2014 г. и была направлена на восстановление экономики через поддержку и стабилизацию рынков недвижимости и ипотечного кредитования, наиболее пострадавших от кризиса, а также обеспечение ликвидности и поддержание благоприятных финансовых условий на рынке (Large-Scale Asset Purchases — FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (newyorkfed.org); Choulet C. QE and Bank Balance Sheets: the American Experience. BNP Paribas, The Economic Research Portal. 2015).

В странах еврозоны количественное смягчение ЕЦБ стартовало в марте 2015 г. и продолжается до настоящего времени. Программа включает ежемесячный выкуп ценных бумаг, а также программы TLTRO (целевое долгосрочное кредитование), которые предоставляют возможность банкам привлекать деньги для дальнейшего кредитования бизнеса. Первые целевые долгосрочные операции рефинансирования ЕЦБ были объявлены в июне 2014 г., затем — в марте 2016 г. и сентябре 2019 г. — марте 2021 г.

Программы покупки ЕЦБ долговых ценных бумаг на вторичном рынке ЕС: программа закупок корпоративного сектора (CSPP, 2016–2019 гг.), программа закупок государственного сектора (PSPP, 2015–2018 гг.), программа покупки ценных бумаг, обеспеченных активами (ABSPP, 2014–2018 гг.), третья программа покупки облигаций с покрытием (CBPP3, 2014–2018 гг.), программа закупок в условиях пандемии (PEPP, с 2020 г.) [Буторина 2018].

⁴ Процентные ставки в большинстве стран Запада в этот период находились на минимальном и даже отрицательном уровне, за редким исключением (например, с середины 2004 по середину 2006 г. ФРС США проводила повышение ставок по федеральным фондам до уровня 5,25%).

крупнейших транснациональных банков и неопределённости на фондовом рынке над развитыми экономиками нависла угроза дефляции. Необходимо было поддержать экономическую активность, сохранить занятость и не допустить падения совокупного спроса. Тем не менее дополнительное предоставление ликвидности было невозможно ввиду нулевой границы ключевой ставки (*zero bound rate*). Другими словами, пока у держателей денежных средств есть возможность переводить свои вклады в наличность, номинальная процентная ставка не может принимать значительные отрицательные значения, так как в противном случае субъекты экономики тезаврировали⁵ бы свои денежные средства. Таким образом, политика денежно-кредитной экспансии ограничена нулевым значением номинальной процентной ставки, тогда как другие инструменты традиционной денежно-кредитной политики могут оказаться недостаточными для расширения денежной базы. Такая ситуация, когда регулятор не способен стимулировать экономику монетарными методами, получила название «ликвидной ловушки». Для того чтобы избежать подобного развития событий, ФРС приняла программу крупномасштабной покупки активов (*Large-Scale Asset Purchase*), которая фактически представляла собой политику «количественного смягчения». В результате её проведения центральный банк рассчитывал расширить денежную базу и через кредитный канал трансмиссионного механизма увеличить денежное предложение. Аналогичная политика проводилась и Европейским центральным банком, который действовал с большей осторожностью, выкупая активы лишь определённого вида⁶ [Illing 2015].

Нетрадиционная денежно-кредитная политика становится дополнительным

инструментом центральных банков в обеспечении финансовой стабильности и стимулировании экономического роста. В период коронакризиса 2020–2021 годов финансовые регуляторы, в частности Центральный банк Российской Федерации и ФРС США, осуществляли прямую поддержку банков, используя разные подходы, включая льготные программы кредитования и крупномасштабные покупки активов.

В эконометрических исследованиях [Chen, Ferrero 2012; Rogers et al. 2014] было показано, что влияние денежной базы на темпы роста ВВП оказывается значимым при ряде допущений, поэтому нетрадиционная денежно-кредитная политика даёт центральным банкам важный инструмент воздействия на основные макроэкономические переменные. Вместе с тем приверженцы правил в монетарной политике [Taylor 2009] подвергли критике действия ФРС, указывая, что отход от правил монетарного регулирования может привести к ценовой нестабильности. Действительно, фидуциарная эмиссия⁷ сопряжена с риском инфляции, которая угрожает макроэкономической стабильности государства. Результаты денежно-кредитной политики в США таковы, что за последние пять лет денежная масса в стране увеличилась на 25%. Это привело к резкому всплеску инфляции в 2021–2022 годах и росту государственного долга. Эксперты подсчитали, что после окончания Второй мировой войны Соединённые Штаты повышали лимит государственного долга более 100 раз. Совокупный долг США по состоянию на июнь 2023 года, включая государственный и корпоративный, многократно превышает ВВП страны и составляет 96,2 трлн долларов⁸.

Внешняя среда отличается динамичностью, многообразием и интегрированно-

⁵ Тезаврационные накопления — это сбережения на руках у населения. — Прим. авт.

⁶ Например, покупка ценных бумаг, обеспеченных активами.

⁷ Фидуциарная эмиссия предполагает выпуск фиатных денег в том числе на покрытие государственных расходов, включая бюджетный дефицит. — Прим. авт.

⁸ Госдолг США впервые в истории превысил 32 триллиона долларов // РИА Новости. 17.06.2023. URL: ria.ru. (дата обращения: 01.08.2023).

стью, что заставляет банки приспосабливаться и меняться вместе с ней. Причиной возможного перерастания локальной нестабильности в системный кризис является, например, тот факт, что заметная часть активов финансового сектора сформирована за счёт взаимных требований финансовых институтов друг к другу. Тем самым банкротство одного из них автоматически ухудшает качество активов другого, подвергая риску потерь его контрагентов, и так далее. Примером служит системный банковский кризис в Соединённых Штатах в 2023 году, затронувший ряд крупных европейских банков: *Credit Suisse*, банк *UBS* в Швейцарии, *Deutsche Bank* в Германии⁹.

Распространение нестабильности может быть спровоцировано также слухами, когда банкротство крупного банка трактуется вкладчиками как признак уязвимости всех банков, поэтому может привести к панике и даже системному банковскому кризису. В результате регуляторы предприняли срочные меры по купированию системных рисков, а международные рейтинговые агентства понизили оценки американской экономики: *Moody's* изменило прогноз для банковской системы США со стабильного на негативный, а *S&P* снизило суверенный кредитный рейтинг Соединённых Штатов¹⁰.

Стимулирование экономики посредством мер денежно-кредитной политики имеет обычно краткосрочный эффект, а в долгосрочной перспективе экономический рост определяется факторами научно-технического прогресса, развития человеческого капитала и цифровой трансформации. Тем не менее денежно-кредитная политика способна дать время для проведения струк-

турных реформ экономической системы и подготовить почву для будущего экономического роста.

Целевым ориентиром денежно-кредитной политики в большинстве стран мира с развитой экономикой является ценовая стабильность. В то же время развивающиеся страны, например КНР, в качестве цели монетарной политики рассматривают стимулирование экономического роста страны. Для Российской Федерации имеет смысл внимательно изучить и использовать опыт развивающихся стран, сопоставимых по уровню экономического развития, определив в числе целей политики Банка России не финансовую стабильность как таковую, которая не обеспечивает динамики развития, а стимулирование экономического роста при сохранении финансовой стабильности.

Вызовы для финансовой стабильности и устойчивого роста экономики России

В российской экономической литературе также активно обсуждаются проблемы, описанные в предшествующем разделе. Одна группа учёных поддерживает позицию Банка России в части проведения жёсткой денежно-кредитной политики, введения высоких процентных ставок в целях обеспечения ценовой стабильности, которая рассматривается в качестве базового условия для экономического развития. Другие исследователи полагают, что невозможно одновременно следовать цели по инфляции и поддерживать и стимулировать экономический рост при помощи инструментов денежно-кредитной политики¹¹.

⁹ После краха американских банков *Silicon Valley Bank*, *Signature Bank* и *Silvergate Capital* за один день, 15 марта 2023 года, стоимость акций швейцарского банка *Credit Suisse* снизилась до исторического минимума в 1,55 швейцарского франка (минус 30,8%). В результате 19 марта 2023 г. банк поглотила группа *UBS*. Сумма сделки составила 3,24 млрд долларов.

¹⁰ *Moody's* ухудшило до негативного прогноз по банковской системе США — Новости — Финансы — Коммерсантъ (kommersant.ru); *S&P* понизило кредитный рейтинг США / Впервые за всю историю агентство *S&P* понизило кредитный рейтинг США до уровня AA+ (gold.ru) (дата обращения: 14.10.2024).

¹¹ См., например, материалы Института комплексных стратегических исследований (ИКСИ) и Института экономики роста им. П.А. Столыпина. Дискуссионный доклад «Денежно-кредитная политика и новые вызовы экономического развития». 14.06.2023. URL: <https://icss.ru/ekonomicheskaya-politika/denezhno-kreditnaya-politika/denezhno-kreditnaya-politika-i-novye-vyzovy-ekonomicheskogo-razvitiya> (дата обращения: 12.09.2024).

Ряд известных экспертов [Баранов 2017; Баранов, Агеева 2021; Глазьев 2014; Зама-раев, Киоцевская 2019; Головнин 2018] не без основания считают, что отсутствие серьёзных корректировок в политике Банка России, несмотря на радикальное изменение условий функционирования экономики и слабые результаты в обеспечении ценовой стабильности, ставят вопрос о необходимости проведения широкой публичной дискуссии относительно целей денежно-кредитной политики, применяемого инструментария сдерживания инфляции и обеспечения финансовой стабильности прежде всего в финансовом и банковском секторах.

Макропруденциальная политика может оказывать значимое воздействие на пределы кредита посредством расширения границ его использования или посредством его сужения в период перегрева экономики. Тем не менее простор для расширения кредита как дополнительного монетарного стимула экономике оправдан лишь при условии, что фактор финансовой стабильности перестаёт быть значимым. В настоящей статье обеспечение финансовой стабильности Российской Федерации авторы связывают с устойчивостью финансового рынка и прежде всего его важнейшего институционального сегмента — банковского сектора¹², поскольку эта сфера относится к числу приоритетных для Банка России. При этом её поддержание связано с сохранением устойчивого равновесия под воздействием внешних и внутренних факторов. На уровне банковского сектора проявлением финансовой стабильности явля-

ется выполнение им функций и наличие адекватного запаса капитала для покрытия ожидаемых и неожиданных потерь. Её признаком является прочность конструкции с точки зрения финансовой состоятельности отдельных институтов банковского сектора, которая, в свою очередь, зависит от противодействия влиянию множества факторов макро- и микроэкономического характера.

В частности, политика высоких процентных ставок как элемент борьбы с инфляцией имеет серьёзные негативные последствия для кредитной активности бизнеса и домашних хозяйств, в результате чего происходит снижение темпов экономического роста, сжатие предложения и накопление финансовых рисков в банковском секторе.

Несмотря на высказывания Президента Российской Федерации В. В. Путина, вербальные интервенции представителей Минфина, Банка России и Минэкономразвития, направленные на сохранение высоких темпов экономического роста в стране, текущая ситуация в данной сфере такова, что, по официальным прогнозным данным, на 2024 г. ожидается прирост ВВП до 2,9% (что соответствует общемировым темпам роста экономики 2,6%¹³), однако прогноз темпов роста ВВП в России на 2025 г., по оценкам Банка России¹⁴, может составить 1–2%, а по оценке Всемирного банка — лишь 1,4%¹⁵.

Одновременно Банк России продолжает проводить жёсткую рестрикционную политику, стремясь поддерживать ключевую ставку на уровне выше темпов инфляции.

¹² Доля активов банковского сектора в совокупных активах участников финансового рынка на конец 2023 г. составляла 76%. См.: Совокупные активы российской финансовой системы в 2023 году выросли на 28% // Финам. 11.04.2024. URL: <https://www.finam.ru/publications/item/sovokupnye-aktivy-rossiyskoy-finansovoy-sistemy-v-2023-godu-vyrosli-na-28-20240411-1942/> (дата обращения: 12.09.2024).

¹³ Всемирный банк повысил прогноз российской экономики в 2024 и 2025 годах // Forbes. 11.06.2024. URL: <https://www.forbes.ru/finansy/514523-vsemirnyj-bank-povysil-prognoz-rosta-rossijskoj-ekonomiki-v-2024-i-2025-godah> (дата обращения: 12.09.2024); Комментарий к среднесрочному прогнозу Банка России // Банк России. 13.05.2024. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/160782/comment_13052024.pdf (дата обращения: 12.09.2024).

¹⁴ Там же.

¹⁵ Всемирный банк повысил прогноз российской экономики в 2024 и 2025 годах // Forbes. 11.06.2024. URL: <https://www.forbes.ru/finansy/514523-vsemirnyj-bank-povysil-prognoz-rosta-rossijskoj-ekonomiki-v-2024-i-2025-godah> (дата обращения: 12.09.2024).

С конца 2023 г. Банк России сохранял ключевую ставку на уровне 16% годовых, но на фоне быстрых темпов кредитования и завышенных инфляционных ожиданий в октябре 2024 г. повысил ее до 21%, а в декабре допустил возможность её дальнейшего повышения несмотря на то, что, по его среднесрочному прогнозу, темпы инфляции по итогам 2025 г. составят 4–4,5%¹⁶.

В этих условиях экономисты, например эксперты ЦМАКП, склоняются к мнению, что факторы инфляции имеют в основном немонетарный характер и трудно поддаются воздействию монетарными методами [Grishchenko et al. 2011; Балацкий и др. 2018]. Инфляционные риски перевешивают неинфляционные, побуждая национальный финансовый регулятор рассматривать возможность дальнейшего повышения ключевой ставки в декабре 2024 года. Основными факторами роста инфляции остаются сегментация мировой экономики, оказывающая негативное влияние на стоимость логистики и, как следствие, производства, а также недостатки тарифной политики, монополизация рынка, недостаточный уровень конкуренции, низкая безработица и потребительское поведение населения.

Масштабность поставленных задач в части обеспечения технологического суверенитета, структурной адаптации и увеличения благосостояния населения¹⁷ требует взвешенных подходов и обретения баланса между стимулами экономического роста и поддержания финансовой стабильности. Более того, в условиях санкционных ограничений и возрастающих геополитических

рисков возникают новые вызовы, затрагивающие как экономическую, так и финансовую сферу деятельности. В частности, речь идёт о проблемах рынка капитала, необходимости преодоления кадрового дефицита и беспрепятственном осуществлении международных расчётов с дружественными странами.

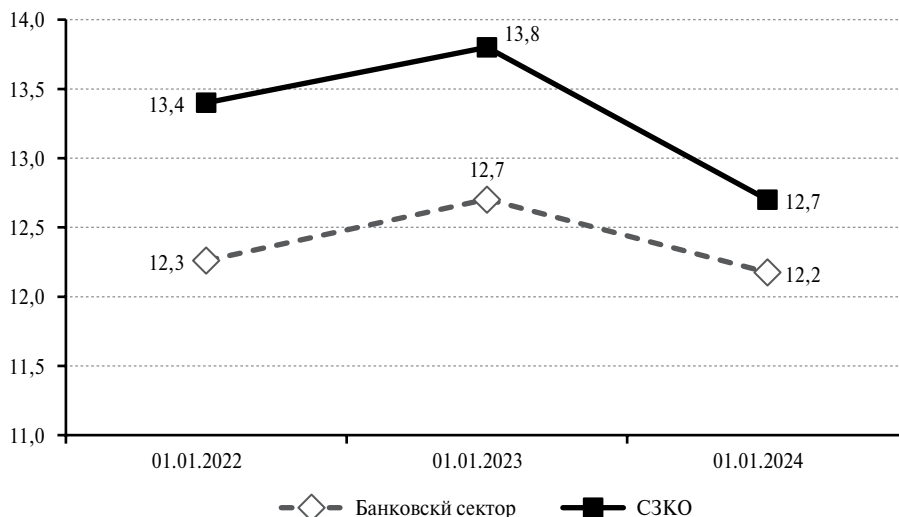
Преодоление существующих проблем возможно при помощи совершенствования практики финансового регулирования, повышения прозрачности деятельности субъектов экономики, гармонизации денежно-кредитной, бюджетной, налоговой, тарифной и таможенной политики, а также поддержания доверия государства, экономических агентов и населения. Синхронизация вышеназванных подходов не является новым предложением, и на этом направлении уже многое сделано. Тем не менее своевременные ответы на вызовы 2022 г. на разных уровнях власти привели к разнонаправленным эффектам.

Положительные результаты проводимой политики общеизвестны и касаются обеспечения финансовой стабильности. В то же время деловая активность в стране обеспечивалась преимущественно за счёт бюджетных средств, а не банковских кредитов, активно реализовывались государственные программы поддержки бизнеса, в том числе в части субсидирования процентных ставок, что привело к повышению доли государственного участия в банковском секторе, усилило монополизацию финансового рынка, способствовало сокращению его рыночного сегмента и негативно отразилось на конку-

¹⁶ В ЦБ допустили новое повышение ключевой ставки – РИА Новости, 14.10.2024 (ria.ru) (дата обращения: 14.10.2024).

¹⁷ Постановление Правительства Российской Федерации от 15 апреля 2023 г. № 603 «Об утверждении приоритетных направлений проектов технологического суверенитета и проектов структурной адаптации экономики Российской Федерации и Положения об условиях отнесения проектов к проектам технологического суверенитета и проектам структурной адаптации экономики Российской Федерации, о представлении сведений о проектах технологического суверенитета и проектах структурной адаптации экономики Российской Федерации и ведении реестра указанных проектов, а также о требованиях к организациям, уполномоченным представлять заключения о соответствии проектов требованиям к проектам технологического суверенитета и проектам структурной адаптации экономики Российской Федерации».

Рисунок 1
Динамика показателя достаточности собственных средств банковского сектора России и системно значимых кредитных организаций, %



Источник: составлено авторами на основе «Статистических показателей банковского сектора Российской Федерации». №260. Апрель 2024. URL: https://www.cbr.ru/banking_sector/statistics/ (дата обращения: 09.07.2024).

рентной среде. Между тем крупнейшие системообразующие банки активно создают экосистемы, трансформируя свои бизнес-модели и вытесняя с рынка небольших, включая региональных, финансовых посредников.

Поддержка населения также принесла позитивные плоды, стимулировав потребительский спрос, но одновременно привела к накоплению рисков и способствовала высоким темпам спроса в сегменте ипотечного¹⁸ и потребительского кредитования. Формирование финансовых «пузырей» на рынке потребительского кредитования потребовало введения макропруденциальных лимитов для банков и повышения коэффициентов риска по кредитам населению с высокой долговой нагрузкой, а ипотечного кредитования — к сокращению и

фрагментации программ льготного кредитования.

По-прежнему остаётся недостаточным интерес инвесторов к рынку капитала, особенно со стороны частных инвесторов. Обслуживание государственного долга на фоне высоких процентных ставок и их режима (плавающие ставки) может стать обременительным для бюджета.

Высокая стоимость денег имеет разнонаправленные последствия, негативно отражаясь на динамике кредитного рынка, и может спровоцировать финансовую нестабильность, поскольку усиливает резистентность финансовых посредников к риску. Обслуживание кредитов на фоне высоких процентных ставок, с одной стороны, ограничивает спрос на этот продукт, а с другой стороны, приводит к ложному выбору —

¹⁸ Около 70% ипотечных кредитов приходилось в 1-м квартале 2024 г. на льготную ипотеку. См.: Финансовый конгресс Банка России. Секция «Санкции и валютные дисбалансы: ключевые риски для финансовой стабильности» // Эконс. 05.06.2024. URL: <https://econs.online/articles/finansovaya-stabilnost/sanktsii-i-valyutnye-disbalansy-klyucheveye-riski-dlya-finansovoy-stabilnosti/> (дата обращения: 12.09.2024).

работе с заёмщиками, обладающими сомнительной кредитоспособностью и высокими рисками дефолта. В этой связи банки, стремясь снизить вероятные потери, наращивают кредитный портфель, не допуская его старения, что позволяет им рассчитывать на компенсацию возможных убытков в процессе выдачи новых кредитов. Неполнота информации повышает вероятность принятия ошибочных решений, которая возрастает в периоды нестабильности, заставляя банки занимать выжидательную позицию, пока уровень неопределённости не снизится, что отрицательно влияет на глупину кредитного рынка.

По состоянию на 2024 г. уровень просроченных кредитов не является критическим для снижения прибыли и достаточности капитала. Тем не менее основной показатель финансовой стабильности банковского сектора (достаточность собственных средств) имел тенденцию к снижению. На рис. 1 представлена динамика показателя достаточности собственных средств банковского сектора и его наиболее крупного сегмента – системно значимых кредитных организаций (СЗКО). Направленность кривой свидетельствует об отрицательной динамике на фоне рекордной прибыли, полученной банковским сектором по итогам 2023 года, – 3,3 трлн рублей. По данным на 1 апреля и 1 мая 2024 г., показатель продолжал снижаться и составил 12,1%.

Потенциальным риском нестабильности для банковского сектора остаётся высокий уровень задолженности ограниченного круга крупнейших компаний: «...объём долгов пяти крупнейших компаний перед банками достиг 56% капитала банковского сектора»¹⁹. Неоднократное введение вре-

менных и индивидуальных послаблений для банков в связи с санкционным давлением на крупнейшие компании, а также предоставление банкам права применять пониженные риск-веса для расчёта достаточности капитала по крупным кредитам без объединения отдельных заёмщиков в группу связанных лиц послужили причиной возникновения риска концентрации. В этой связи Банк России рассматривает рост концентрации в сегменте корпоративного кредитования в качестве главного источника риска для финансовой стабильности.

Факторный анализ финансовой стабильности банковского сектора

Для выявления факторов, влияющих на финансовую стабильность банковского сектора, была собрана открытая статистика²⁰ по 12 системнозначимым кредитным организациям. Исключение составляет Промсвязьбанк, отчётные данные по которому не публикуются с 2019 года.

Итоговая панель данных содержит 385 квартальных наблюдений за период с первого квартала 2014 по четвёртый квартал 2021 года. Данные, которые изначально имели более высокую частотность, например ключевая ставка (ежедневно), большинство форм отчётности банков (ежемесячно), приводились к квартальным значениям через усреднение или иные преобразования. Индекс экономической неопределённости использовался в модели не в качестве усреднённого значения за квартал, а как значение за последний месяц в соответствующем квартале.

В качестве прокси-индикатора финансовой стабильности был выбран показатель $Z\text{-score}$ ²¹, часто применяющийся в эко-

¹⁹ См.: Финансовый конгресс Банка России. Секция «Санкции и валютные дисбалансы: ключевые риски для финансовой стабильности» // Эконс. 05.06.2024. URL: <https://econs.online/articles/finansovaya-stabilnost/sanktsii-i-valyutnye-disbalansy-klyuchevye-riski-dlya-finansovoy-stabilnosti/> (дата обращения: 12.09.2024).

²⁰ Значения макроэкономических показателей (квартальная динамика реального ВВП, уровень ключевой ставки) получены с официальных сайтов Росстата и Банка России соответственно. Индекс неопределённости экономической политики взят с официального сайта команды исследователей под руководством С.Р. Бейкера [Baker et al. 2016] (дата обращения: 12.09.2024).

²¹ В модели показатель $Z\text{-score}$ использовался в виде натурального логарифма ($\ln_ZSCORE$).

Таблица 1
Переменные финансового положения банков

Название	Краткое название	Описание
Норматив достаточности капитала H1.0	CAR_H1_0	Отношение совокупного регуляторного капитала к активам, взвешенным на риск
Норматив достаточности капитала H1.1	CAR_H1_1	Отношение базового капитала к активам, взвешенным на риск
Норматив мгновенной ликвидности H2	LIQ_H2	Ограничивает объём привлечения средств сроком до 1 дня для фондирования активов со сроком не более 1 дня
Норматив текущей ликвидности H3	LIQ_H3	Ограничивает объём привлечения средств сроком до 30 дней, используемых для фондирования активов сроком до 30 дней
Норматив ликвидности H4	LIQ_H4	Ограничивает объём долгосрочных ресурсов, фондирующих долгосрочные активы
Размер банка	SIZE	Натуральный логарифм размера активов
Высоколиквидные активы к общему объёму активов	LIQTA	Отношение высоколиквидных активов (Лат) и совокупных активов банка
Прирост общего объёма активов банка за квартал	GTA	Прирост активов банка за 1 квартал
Отношение кредитов-нетто к депозитам	LOANDEP	Определяет подверженность банка риску несбалансированной ликвидности
Отношение объёма резервов на возможные потери по ссудам к кредитам-брутто	RESLOAN	Доля резервирования кредитного портфеля. Прокси-показатель качества активов банка
Рентабельность капитала	ROE	Прибыль банка по отношению к сумме акционерного капитала

Источник: составлено авторами.

номических исследованиях и рассчитываемый по формуле:

$$Z = \frac{\frac{Equity}{Total Assets} + ROA}{STD_{ROA}},$$

где: *Equity* – капитал банка; *Total Assets* – все активы банка; *ROA* – рентабельность активов банка; *STD_{ROA}* – стандартное отклонение рентабельности активов банка, рассчитываемое методом скользящей средней за последние три квартала.

Независимые переменные были поделены на две группы: 1) показатели финансового положения банков (табл. 1) и 2) показатели внешних условий функционирования банков (табл. 2). Деление на 2 группы соответствует микроуровню (показатели финансового положения бан-

ков) и макроуровню (показатели внешних условий функционирования банков). С помощью данной модели идентифицированы основные статистически значимые факторы, которые влияют на стабильность банковского сектора Российской Федерации.

В качестве основной модели применялась модель панельных данных с фиксированным эффектом. Расчёты проводились с использованием открытого кросс-платформенного программного пакета для эконометрического анализа *gretl*²².

В первой итерации построения модели все возможные показатели были в неё добавлены (табл. 3).

Модель 1 показала отсутствие статистической значимости у большинства независимых переменных. Наибольшее влияние на *LN_ZSCORE* оказывают показатель

²² Библиотека GNU для регрессий, эконометрики и временных рядов // Gretl. URL: <https://gretl.sourceforge.net/ru.html> (дата обращения: 01.06.2024).

достаточности капитала (*CAR_H1_0*) и отношение резервов к кредитному портфелю брутто (*RESLOAN*).

Далее был проведён тест Вулдриджа на автокорреляцию в панельных данных, который выявил автокорреляцию в модели с лагом 1. Для исключения влияния авто-

корреляции на статистическую значимость модели было принято решение добавить в качестве регрессора параметр *LN_SCORE* с лагом 1, что позволило сконцентрировать негативный эффект автокорреляции на данном параметре и исключить искажение статистических оценок других переменных.

Таблица 2
Переменные внешних условий функционирования банков

Название	Краткое название	Описание
ВВП	GDP	Квартальный прирост ВВП (в процентах к соответствующему кварталу предыдущего года)
Ключевая ставка	KEY_RATE	В исследовании тестировались 3 варианта использования показателя: 1. средняя ключевая ставка за квартал; 2. волатильность ключевой ставки за квартал, приведённая к годовому значению; 3. изменение ключевой ставки за квартал (между первым и последним днём квартала).
Индекс неопределённости экономической политики	EPU	Значение, описывающее сентимент, преобладающий в открытых источниках и СМИ, относительно экономической политики в стране. Согласно методологии С. Р. Бейкера и его команды [Baker et al. 2016], для расчёта индекса в России анализируются статьи в газете «Коммерсантъ» по ключевым словам, связанным с экономикой («дефицит бюджета», «неопределённость» и т.п.). Индекс доступен ежемесячно, а для целей исследования использовался натуральный логарифм значений на конец квартала.

Источник: составлено авторами.

Таблица 3
Результаты модели 1

Переменная	Коэффициент	p-значение	Значимость
const	-1,59	0,5764	
CAR_H1_0	0,12	0,0018	***
CAR_H1_1	-0,07	0,0834	*
LIQ_H2	0,00	0,6559	
LIQ_H3	0,00	0,0747	*
LIQ_H2	0,00	0,8119	
ROE	-0,57	0,3401	
LN_EPU	0,10	0,2588	
SIZE	0,21	0,1126	
LIQTA	0,87	0,2485	
GTA	0,93	0,0307	**
GDP	2,47	0,1049	
KEY_RATE_STD	-3,20	0,0668	*
LOANDEP	-0,56	0,0766	*
RESLOAN	-6,28	<0,0001	***

Источник: составлено авторами на основе данных Росстата, Банка России и Индекса неопределённости.

Для поиска значимых показателей из модели последовательно исключались показатели с наименьшей статистической значимостью. В результате поэтапного исключения статистически незначимых переменных получена конфигурация модели, приведённая в табл. 4.

Следующим шагом стала проверка нормальности распределения остатков модели (рис. 2).

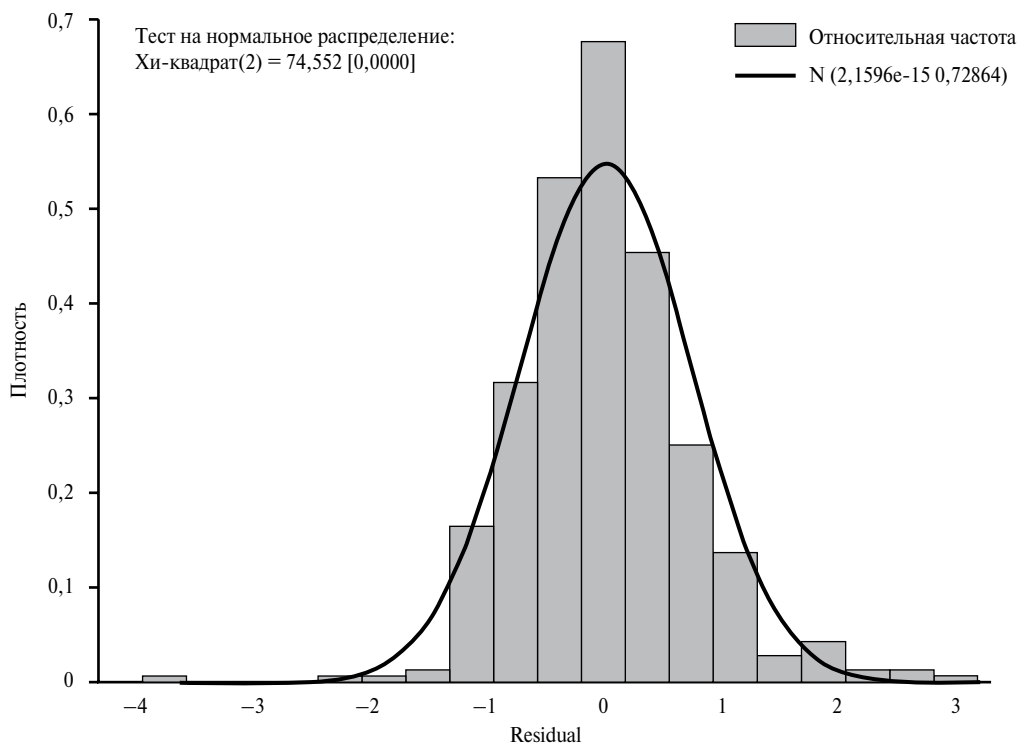
В результате исследования доказано, что наибольшее влияние на показатель финансовой устойчивости банка (LN_ZSCORE) оказывают квартальный прирост общего

Таблица 4
Результаты итоговой модели

Переменная	Коэффициент	p-значение	Значимость
Const	2,11	<0,0001	***
GTA	0,80	0,0313	**
KEY_RATE_STD	-3,33	0,0184	**
RESLOAN	-2,07	0,0255	**
LN_ZSCORE_1	0,51	<0,0001	***

Источник: составлено авторами на основе данных Росстата, Банка России и Индекса неопределённости.

Рисунок 2
Гистограмма распределения остатков итоговой модели



Источник: составлено авторами на основе данных Росстата, Банка России и Индекса неопределённости.

объёма активов (*GTA*), волатильность ключевой ставки за квартал (*KEY_RATE_STD*) и отношение объёма сформированных резервов на возможные потери по ссудам к кредитам-брутто (*RESLOAN*).

В результате построения моделей, в которых использовались средняя ключевая ставка за квартал, авторы пришли к выводу, что индекс неопределённости экономической политики (*LN_EPU*) не имеет определяющего влияния на финансовую стабильность банков (*LN_ZSCORE*), т.е. данная группа параметров не продемонстрировала статистической значимости.

Коэффициенты регрессоров в итоговой модели отвечают общей экономической логике: прирост активов повышает финансовую устойчивость, а волатильность ключевой ставки и доля резервирования портфеля кредитов оказывают негативное влияние на финансовую устойчивость банка. Другими словами, изменчивость ключевой

ставки оказывает негативное влияние на финансовую стабильность, а расширение кредитования – позитивное.

Таким образом, учитывая выявленную эмпирически зависимость, полученный результат можно интерпретировать в контексте проблемы исследования как целесообразность поиска компромисса между влиянием процентной политики Банка России на экономический рост и финансовой стабильностью банков как основного институционального сегмента финансового рынка.

Процентная политика центрального банка в парадигме финансовой стабильности

Анализ мировой практики показал широкую гамму официальных процентных ставок центральных банков стран с развитой и развивающейся экономикой (табл. 5).

Смягчение монетарной политики центрального банка обычно приводит к росту деловой активности. На этом фоне повышаются темпы инфляции и дешевеет наци-

Таблица 5
Процентные ставки центральных банков мира (на 14.10.2024)

Банк	Название	Значение (в %)
Банк Японии	Целевая процентная ставка по овернайт	0.25
Швейцарский национальный банк	Базовая процентная ставка	1.0
Народный банк Китая	Процентная ставка	3,35
ЕЦБ (Европейский центральный банк)	Ставка по депозитам (deposit facility rate)	3.65
Банк Канады	Целевая процентная ставка по овернайт	4.25
Резервный Банк Австралии	Процентная ставка	4.35
Банк Англии	Ключевая ставка	5.0
ФРС США (Федеральная резервная система)	Федеральный резерв (Federal funds (effective))	4.83
Саудовский центральный банк	Процентная ставка	5.5
Банк Индонезии	Процентная ставка	6.0
Резервный банк Индии	Процентная ставка	6,5
Центральный банк ЮАР	Процентная ставка	8,0
Центральный банк Бразилии	Процентная ставка	10,75
ЦБ РФ (Банк России)	Ключевая ставка	19*
Центральный банк Аргентинской Республики	Процентная ставка	40
Центральный банк Турции	Процентная ставка	50

* 25.10.2024 на заседании Совета директоров ЦБ РФ ключевая ставка повышена до 21%).

Источник: составлено авторами по данным <https://tradingeconomics.com/country-list/interest-rate> (дата обращения: 14.10.2024).

Таблица 6
Основные виды банковских процентных ставок в Китае

Вид процентной ставки	Характеристика
Ставка проведения операций на открытом рынке (<i>OMO</i>)	Краткосрочная ставка обратного РЕПО
Среднесрочная ставка кредитования (<i>MLF</i>)	Процентная ставка, по которой центральный банк кредитует рынок на среднесрочные цели (один год)
Ставка постоянного кредитования (<i>SLF</i>)	Процентная ставка, по которой центральный банк предоставляет краткосрочные кредиты финансовым институтам по требованию, что является ограничением процентного коридора
Базовая ставка по кредиту (<i>LPR</i>): среднесрочная (на 1 год) и долгосрочная (5 лет)	Среднее арифметическое значение уровней процентных ставок по кредитам первоклассным заёмщикам по данным котирующих банков
Базовая депозитная ставка (<i>benchmark</i>)	Процентные ставки, публикуемые центральным банком как среднерыночные для коммерческих банков по установлению процентных ставок по вкладам клиентов
Процентная ставка по обязательным резервам	Ставка, по которой центральный банк выплачивает проценты по обязательным резервам, депонируемым финансовыми институтами
Процентная ставка по средствам финансовых институтов, превышающим обязательные резервы	Ставка, по которой центральный банк выплачивает проценты за превышение обязательных резервов, депонированных финансовыми институтами, что является нижним пределом процентного коридора
Межбанковская ставка предложения средств (<i>Shibor</i>)	Среднеарифметические ставки межбанковского рынка, объявляемые банками с высоким кредитным рейтингом
Доходность государственных ценных бумаг	Рыночная доходность государственных ценных бумаг

Источник: Yi Gang. China's Interest Rate System and Market-based Interest Rate Reform // Journal of Financial Research. 2021. No. 9. P. 1–15. URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4157443/4364384/2021102014082914468.pdf> (accessed: 01.05.2023).

ональная валюта. Напротив, повышение официальных процентных ставок влияет на снижение темпов инфляции и укрепление национальной валюты, оказывая негативное влияние на деловую активность в стране.

Учитывая влияние многих факторов на уровень официальной процентной ставки центрального банка, полагаем, что выбор Банка России, имея в виду цифровую трансформацию экономики, санкционное давление недружественных стран, проведение СВО на Украине и другие факторы, является в целом верным. Вместе с тем, как нам представляется, требуется определён-

ная донастройка процентной политики Банка России. Шкала процентных ставок ЦБ РФ должна быть не плоской, единой для всех участников финансового рынка, а дифференцированной не только по видам финансово-кредитных институтов, но и приоритетов государства в стимулировании экономического роста и развития страны. В условиях цифровой трансформации и санкционного давления Запада на Россию роль реального сектора экономики не только не снижается, а, наоборот, возрастает, что подтверждает тем самым тезис о дефинансализации²³ мировой и национальной экономики.

²³ Процесс дефинансализации мировой экономики, то есть опережающее развитие финансовой системы по сравнению с другими секторами, несколько замедлился после мирового финансового кризиса 2007–2009 годов. Он протекает на фоне перестройки структуры международной финансовой системы, изменения в ней роли и места развивающихся стран. (Подробнее см.: <https://mises.org/mises-wire/financialization-why-financial-sector-now-rules-global-economy>) (дата обращения: 14.10.2024).

При подобном раскладе финансовые посредники и, в первую очередь, банки должны активизировать свою деятельность по кредитному и расчётно-кассовому обеспечению государственных программ, развитию платёжной системы страны, обслуживанию компаний приоритетных отраслей экономики и населения. В частности, для стимулирования экономического роста в России наряду с ключевой ставкой следует ввести процентную ставку по кредитам системно значимым кредитным организациям сроком на один год под обеспечение в виде ценных бумаг из ломбардного списка ЦБ и прав требований по кредитным договорам определённого качества. Имеет смысл также дополнить перечень инструментов денежно-кредитной политики безрисковой процентной ставкой по кредитам сроком на один год, предоставив Банку России право её определения на основе котировок процентных ставок, устанавливаемых системно значимыми банками при кредитовании первоклассных заёмщиков по целевым кредитам на пополнение оборотных средств.

Положительный опыт в этом отношении имеет Народный банк Китая, который определяет основную цель денежно-кредитной политики как содействие экономическому росту и устанавливает несколько официальных процентных ставок (табл. 6).

В этой связи возникает задача повышения эффективности деятельности Банка России. В том числе следует вернуться к вопросу о выделении из его функционала блока макро- и микропруденциального регулирования, а также надзора за деятельностью участников финансового рынка, передав эти функции независимому органу, сохранив в компетенции ЦБ РФ проведение денежно-кредитной политики.

Регуляторные аспекты обеспечения финансовой стабильности и стимулирования роста экономики

К основополагающим факторам обеспечения финансовой стабильности, как пра-

вило, относят законодательные и регуляторные нормы и правила; степень монополизации рынка финансовых услуг и риск-профиль бизнес-моделей институтов финансового рынка.

Высокий уровень капитализации банков и банковского сектора в целом составляет основу их финансовой стабильности. В то же время гетерогенность банковского сектора с точки зрения масштаба деятельности, капитализации и ликвидности может в разной степени влиять на их стабильное функционирование. В особой зоне находятся крупные институты, к которым Базельский комитет по банковскому надзору (БКБН) рекомендовал ввести более строгие стандарты достаточности капитала. Международные банковские стандарты, изложенные в соглашении Базель III, предусматривают более жёсткие требования к достаточности капитала, ликвидности банков, что в определённой мере ограничивает их возможности предоставлять услуги по более низкой цене. В этой связи эксперты неоднозначно оценивают введение Базельским комитетом контрциклического буфера капитала [Repullo, Suarez 2013; Drehmann, Gambacorta 2012; Дробышевский, Трунин, 2014], основанного на разрыве между кредитом и объёмом производства.

Таким образом, жёсткие ограничения, несмотря на потребность изыскания резервов для соответствия международным стандартам, имеют целью укрепление капитальной базы банков и, следовательно, положительно влияют на их потенциал финансовой стабильности. Вместе с тем они негативно воздействуют на участие банков в развитии национальной экономики. В этой связи внедрение посткризисных регуляторных стандартов с разной степенью тщательности реализовывалось в развитых и развивающихся странах.

На научно-практических конференциях нередко критикуется позиция Европейского центрального банка, применяющего, как считают некоторые экономисты, более жёсткие требования к европейским кредитным институтам по сравнению с американ-

скими. Тем не менее на форуме 2023 года, организованном газетой *Handelsblatt*²⁴, руководитель направления банковского надзора ЕЦБ Андреа Энриа выразил несогласие с такой оценкой и в качестве аргумента сообщил, что в IV квартале 2022 г. средневзвешенный уровень достаточности собственного капитала системно значимых банков ЕС составил около 10,6%, а аналогичный показатель американских банков оказался на 1,1 п.п. выше.

В исследовании Европейской банковской федерации (ЕБФ) и компании *Oliver Wyman* представлен анализ влияния регуляторных и надзорных правил Европейского Союза на банковскую сферу и на состояние экономики государств-членов ЕС. В результате был сделан вывод, что корректировка требований к капиталу и соответствующих процессов в системе европейского банковского надзора при определённых условиях могут потребовать увеличения кредитного потенциала банков ЕС почти на 4 трлн евро²⁵. Был сделан вывод, что надзорные органы Союза могут способствовать достижению этой цели при условии согласованного применения соответствующих требований без необходимого компромисса с точки зрения стабильности и надёжности финансового сектора. Для соответствия предложенному двадцатипроцентному критерию наличия собственного капитала банки должны были бы уменьшить свои активы: *Postfinance* – на 75%, *ZKB* и группа *Raiffeisen* – на 65%²⁶.

Что касается степени регулирования экономики, включая финансовый рынок, исследователи предлагают разные подходы, в том числе внедрение показателей, отражающих национальную специфику.

Одним из вариантов такой методики является разработка совокупного индекса на основе более 100 количественных и качественных показателей, что позволяет исследовать разные системы контроля [Enste, Hardege 2006]. Первые оценки влияния регулирования банковского сектора на развитие экономики основывались на сравнительном анализе значительного количества показателей в 28 странах-участницах ОЭСР. Проведённое исследование позволило изучить пять таких сфер. В результате были идентифицированы, критически оценены и признаны необходимыми меры регулирования экономики, нацеленные на её рост.

Вместе с тем важно подчеркнуть, что государственный надзор не следует рассматривать в качестве барьера для развития экономики. Напротив, регуляторные нормы и правила должны быть объективной предпосылкой эффективного функционирования рынков. Тем не менее чрезмерное, рестрикционное регулирование экономики недопустимо, поскольку «тонкая настройка» рыночных механизмов в результате государственного вмешательства должна быть взвешенной и умеренной. Этот вывод в полной мере относится к регулированию финансовых рынков и деятельности их участников.

Разрешение дилеммы обеспечения финансовой стабильности и стимулирования роста экономики сохраняет свою актуальность. Поиски компромисса между целями обеспечения ценовой и финансовой стабильности не в ущерб экономическому развитию стран пока не увенчались успехом. Между центральными банками и исследовательским сообществом сохраняются разногласия в понимании и оценке

²⁴ Bentzien H. Europäische Bankenregulierung nicht härter als die der USA // Finanz Nachrichten. 28.03.2023. No. 28. URL: <https://www.finanzennachrichten.de/nachrichten-2023-03/58672748-enria-europaeische-bankenregulierung-nicht-haerter-als-die-der-usa-015.htm> (дата обращения: 12.09.2024).

²⁵ Leichsenring H. Auswirkungen der Regulierung auf europäische Banken // Der Bank Blog. 27.03.2023. URL: <https://www.der-bank-blog.de/auswirkungen-regulierung-banken/studien/37696534/> (дата обращения: 12.09.2024).

²⁶ Динамика реструктуризации кредитов и займов населения и бизнеса // Информационный бюллетень Банка России. №24. 09.11.2022. 4 с. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43455/drknb_24_2022.pdf (дата обращения: 12.09.2024).

принимаемых решений. Вместе с тем всё больше экспертов высказывают мнение о важности влияния финансовых факторов, усиливающих процикличность функционирования рынка и, следовательно, экономические колебания.

Хотя оценке финансовой уязвимости, её влиянию на колебания деловой активности уделяется гораздо больше внимания, ряд специалистов сохраняют скептицизм относительно позитивного воздействия денежно-кредитной политики на финансовую стабильность. В последних публикациях стали встречаться мысли о снижении уровня независимости центральных банков²⁷. Не разделяя данную точку зрения, тем не менее авторы настоящей статьи считают, что цели экономического развития страны²⁸ предполагают более чёткое разделение функций центрального банка в части проведения денежно-кредитной политики, направленной на обеспечение финансовой стабильности, с одной стороны, и проведения макро- и микропруденциального регулирования экономики – с другой. Целевыми ориентирами денежно-кредитной политики в этом случае должно стать не только обеспечение финансовой стабильности на системном уровне, но и содействие устойчивому росту экономики.

Уроки для Российской Федерации

Учитывая противоречивость последствий ценовой и финансовой стабильно-

сти, важно исследовать вопрос функционала центрального банка и/или регулятора финансовых рынков. В частности, эксперты высказываются о целесообразности расширить перечень целей и полномочий Банка России, внося соответствующие изменения в Федеральный закон «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» от 10.07.2002, включив пункт о необходимости стимулирования экономического роста или стимулирования экономического развития и структурной перестройки экономики. Имеет смысл также расширить инструментарий денежно-кредитной политики (традиционной и нетрадиционной); повысить эффективность процентной политики центрального банка.

Кроме того, важно выделить из функционала Банка России макро- и микропруденциальное регулирование, что позволит сфокусировать его внимание на проведении денежно-кредитной политики. В то же время реформа модели регулирования финансового рынка, фактически выполнившей возложенные на неё функции, позволит вывести регуляторные практики на новый, более высокий уровень. Монополизация в этой сфере обнажила присущие ей недостатки.

Мировой опыт свидетельствует, что зачастую в банкцентричных моделях финансового рынка функции реализации денежно-кредитной политики и регулирования разделены (табл. 7)²⁹.

²⁷ Tobias Adrian, Ashraf Khan. Central Bank Accountability, Independence, and Transparency. – November 25, 2019. <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2019/11/25/central-bank-accountability-independence-and-transparency>. Condon C. Central Bank independence // Bloomberg. 2019.08.07. Mode of access: <https://www.bloomberg.com/quicktake/central-bank-independence>

²⁸ Включая обеспечение технологического суверенитета, структурную адаптацию и социальную направленность.

²⁹ В частности, речь идёт о следующих регуляторах: Немецкий федеральный банк (*Bundesbank*), Федеральное управление финансового надзора Германии (*BaFin*), Национальный банк Швейцарии (*SNB*), Служба по надзору за финансовыми рынками Швейцарии (*FINMA*), Банк Кореи (*BOK*), Комиссия по финансовым услугам Южной Кореи (*FSC*), Служба финансового надзора Южной Кореи (*FSS*), Народный банк Китая (НБК), Государственное управление по регулированию рынка КНР (*SAMR*), Комиссия по регулированию банковской и страховой деятельности Китая (*CBIRC*), Комиссия по регулированию ценных бумаг Китая (*CSRC*), Государственное валютное управление (*SAFE*), Банк Франции (*BOF*), Управление по финансовым рынкам Франции (*AMF*), Резервный банк Индии (*RBI*), Совет по ценным бумагам и биржам Индии (*SEBI*), Управление международных центров финансовых услуг (*IFSCA*).

Таблица 7
Классификация моделей регулирования по странам

Секторальная модель	Интегрированная модель		Модель «Твин Пикс» («Twin Peaks»)	Модель двух агентств («Two Agency»)
	Центральный банк	Единый надзорный орган		
Аргентина Бангладеш Бразилия Гонконг Египет Индия Испания Мексика Пакистан Таиланд	Ирландия Россия Сингапур Словакия Чехия	Австрия Дания Германия Латвия Норвегия Финляндия Швейцария Швеция Южная Корея Япония	Австралия Бельгия Великобритания Канада Новая Зеландия	Греция Италия Малайзия Перу Саудовская Аравия Сербия Франция

Источник: составлено авторами с учётом классификации МВФ и Всемирного банка.

Анализ развития моделей регулирования финансовых рынков разных стран мира показал, что важно учитывать не только концептуальные аспекты регулирования (включая вопросы трансформации финансового рынка и его институциональные аспекты; оценку эффекта синергии и потенциального конфликта интересов (приоритеты микропруденциального надзора и приоритеты защиты прав инвесторов/потребителей); страновые особенности — структуру финансового рынка, опыт финансовых кризисов, правовые, исторические, культурные, политико-экономические и др. факторы), но и модели регулирования (секторальная, интегрированная, твин-пикс (Twin Peaks), два агентства (Two Agency).

Существуют и другие классификации, например, на основе данных Всемирного банка выделяют следующие основные модели регулирования национальных финансовых рынков: 1. Институциональная или секторальная (Китай, Гонгконг, Мексика и др.); 2. Функциональная (Италия, Франция, Бразилия, США и др.); 3. Интегрированная (Канада, Сингапур, Япония, ФРГ, Швейцария, РФ и др.); 4. Твин-пикс (Австралия, Новая Зеландия, страны Бенилюкса и др.)³⁰.

Секторальная модель предполагает, что надзор за банками осуществляет централь-

ный банк, а за другими секторами финансового рынка — независимые от центрального банка регуляторы. Интегрированная модель имеет особенности в разных странах. Например, в ряде стран мира она реализуется в виде мегарегулятора финансового рынка (единого кросс-секторального органа надзора и регулирования финансового рынка), действующего либо на базе центрального банка, либо как независимый от центрального банка финансовый регулятор.

Модель «Твин Пикс» («двух вершин») предполагает наличие двух финансовых регуляторов, как, впрочем, и модель «Два агентства», с той лишь разницей, что в первом случае речь идёт о разграничении функций пруденциального надзора и контроля рыночной дисциплины между независимыми органами, а во втором регулирование осуществляют государственные структуры (например, Агентство по финансовым рынкам и Агентство пруденциального контроля во Франции).

Данные табл. 7 свидетельствуют, что в России действующая модель финансового регулятора находится в кластере стран с не самой высокоразвитой экономикой, которые существенно уступают масштабам нашей страны по территории, численности населения и масштабам финансово-

³⁰ Подробнее см., например: [Фёдорова 2018].

го рынка. В дискуссиях³¹ накануне принятия решения о создании мегарегулятора финансовых рынков в России в 2012 г. высказывались опасения относительно возможного конфликта интересов по ряду направлений, которые впоследствии стали реальностью.

Речь идёт, *во-первых* и прежде всего, о том, что центральный банк наряду с коммерческими банками и другими финансовыми посредниками выполняет одновременно роль регулятора, участника рынка и даже санатора, что противоречит принципу объективности принятия решений по регулированию и надзору за финансово-кредитными институтами.

Во-вторых, в условиях цифровой трансформации экономики появление новых форм финансового посредничества и поставщиков финансовых услуг, а также развитие инфраструктуры рынка обуславливает, с одной стороны, потребность в расширении сферы регулирования и надзора, а с другой — требует концентрации внимания Банка России на достижении целей денежно-кредитной политики.

В-третьих, центральный банк, обладая крупнейшей на рынке платёжной системой, вступает в конкуренцию с другими участниками, что повышает риски неэффективного регулирования и надзора.

Выделение из сферы ответственности Банка России регуляторного блока предполагает сохранение самостоятельности последнего и продолжение взаимодействия с центральным банком. Реализация данного предложения потребует определённого переходного периода: по нашей оценке, до двух лет.

Институционально определив выделенный блок регулирования в виде Агентства, потребуются серьёзная трансформация деятельности ЦБ РФ в связи с изменившимися внешними условиями и задачами, стоящими перед экономикой страны. Целесо-

образно, например, рассмотреть вопрос о передаче функций регулирования и надзора за Национальной платёжной системой, в которой центральный банк выступает основным участником, вышеназванному независимому Агентству, что позволит Банку России сосредоточить внимание на развитии функционала Национальной платёжной системы.

Одновременно в промышленно развитых кластерах страны важно создать сеть государственных банков развития, которые приобретут статус головных институтов обеспечения роста региональной экономики благодаря участию в них региональных и местных бюджетов и привлечению инвестиций на основе государственно-частного партнёрства.

* * *

Разрешение внутреннего противоречия между обеспечением финансовой стабильности и стимулированием экономического роста является центральной проблемой для российской экономики. Важно повысить эффективность функционирования финансового регулятора в России, учесть лучший мировой опыт, например, стран со схожими банкцентричными системами финансового рынка.

По результатам проведённого исследования авторы пришли к выводу, что поиск и нахождение баланса между стимулированием экономического роста и обеспечением финансовой стабильности можно сформулировать как необходимость смены парадигмы «финансовая стабильность» на «стимулирование устойчивого роста национальной экономики» в процессе расширения финансового инструментария государственного регулирования экономики. В этой связи для повышения эффективности функционирования национального финансового регулятора предлагается выделить из его функционала блок макро-

³¹ Речь идёт о дискуссиях на уровне Аналитического центра при Правительстве Российской Федерации и профильных комитетов Государственной Думы Федерального Собрания Российской Федерации, в которых проф. Панова Г.С. и проф. Ларионова И.В. принимали активное участие в качестве модераторов и докладчиков.

и микропруденциального регулирования, а также надзора за деятельностью участников финансового рынка и передать эти функции независимому органу, что позволит, по мнению авторов статьи, обеспечить сфокусированность институциональной модели регулирования финансового рынка на достижение многоцелевой задачи обеспечения финансовой стабильности при условии устойчивого роста и цифровой трансформации российской экономики.

Инструментарий стимулирования экономического роста предлагается расширить путём введения наряду с ключевой ставкой процентной ставки по кредитам системно значимых кредитных организаций сроком на один год под залог ценных бумаг из перечня ломбардного списка ЦБ РФ и прав требований по кредитным договорам определённого качества. Целесообразно также дополнить перечень инструментов денежно-кредитной политики безрисковой процентной ставкой по кредитам сроком на один год, предоставив Банку

России право её определения на основе котировок процентных ставок, устанавливаемых системно значимыми банками при кредитовании первоклассных заёмщиков по целевым кредитам на пополнение оборотных средств.

Предлагаемые меры организационного и инструментального характера позволят вывести регуляторные практики на новый, более высокий уровень, соответствующий интересам экономики России.

Анализ дискуссионных моментов денежно-кредитной политики, прогнозирования макроэкономических изменений, введения новых пруденциальных норм и ограничений, совершенствования архитектуры регулирования финансовых рынков Российской Федерации и повышения их эффективности позволил нам сделать вывод о необходимости совершенствования проводимой экономической политики для развития конкурентной среды и ускорения темпов роста российской экономики в условиях её цифровой трансформации.

Список литературы

- Андреев М., Пейрис У., Ширококов А., Цокомос Д. Анализ макропруденциальной политики и финансовой (не)стабильности в Российской Федерации // *Финансы и кредит*. 2019. Т. 78. № 3. С. 3–37.
- Балацкий Е.В., Екимова Н.А., Юревич М.А. Немонетарные факторы в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики: пересмотр стратегии регулирования инфляции // *Управленец*. 2018. Т. 9. №5. С. 26–39. DOI: 10.29141/2218-5003-2018-9-5-3.
- Баранов А.О. Об искусстве компромисса между целями экономической политики в свете кризиса в России в 2015–2016 годах // *ЭКО*. 2017. №6. С. 49–63.
- Баранов А.О., Агеева Е.В. Влияние денежно-кредитной политики на инвестиционный комплекс России // *Мир экономики и управления*. 2021. Т. 21. №3. С. 5–29. <https://doi.org/10.25205/2542-0429-2021-21-3-5-29>
- Бурлачков В.К. Парадоксы инфляционного таргетирования и детерминанты ценовой динамики в России и мире // *Финансы и кредит*. 2018. Т. 24. № 10. С. 2163–2174. <https://doi.org/10.24891/fo.24.10.2163>
- Буторина О.В. Монетарная политика ЕЦБ: новейшие тенденции // *Международная экономика*. 2018. № 1. С. 37–49.
- Глазьев С.Ю. (2014). Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике // *Вопросы экономики*. 2014. №9. С. 13–29. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2014-9-13-29>
- Гогичаев Ч.А., Панова Г.С. (2024). Нетрадиционная денежно-кредитная политика и альтернативные методы монетарного стимулирования экономики. М.: Научная библиотека, 2024. 256 с.
- Головин М.Ю. Внешние эффекты денежно-кредитной политики США // *Контурь глобальных трансформаций*. 2018. Т. 11. № 2. С. 82–99. <https://doi.org/10.23932/2542-0240-2018-11-2-82-99>
- Горюнов Е.Л., Дробышевский С.М., Мау В.А., Трунин П.В. Что мы (не) знаем об эффективности инструментов ДКП в современном мире? // *Вопросы экономики*. 2021. № 2. С. 5–34. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2021-2-5-34>

- Дробышевский С.М., Трунин П.В. (2014). Эволюция теории и практики денежно-кредитной политики в результате глобального экономического кризиса // Журнал Новой экономической ассоциации. 2014. №4 (24). С. 141–158.
- Замараев Б.А., Киюцевская А.М. Инфляционное таргетирование в мире и России // Вопросы экономики. 2019. №6. С. 5–29. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-6-5-29>
- Фёдорова О.Ю. Формирование эффективной модели регулирования финансовых рынков. Дисс. ... к. экон. н. М.: МГИМО МИД России, 2017. 219 с.
- Юдаева К. Границы монетарной политики: Мировые тенденции и российская практика инфляционного таргетирования // Финансы и кредит. 2018. Т. 77. №2. С. 95–100. <https://doi.org/10.31477/rjmf.201802.95>
- Afonso A., Blanco-Arana M.C. Financial and economic development in the context of the global 2008–09 financial crisis // International Economics. 2022. Vol. 169. P. 30–42. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2021.11.006>
- Bachmann R., Gödl-Hanisch I., Sims E.R. (2022). Identifying Monetary Policy Shocks Using the Central Bank's Information Set // Journal of Economic Dynamics & Control. 2022. Vol. 145. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2022.104555>
- Baker S.R., Bloom N., Davis S.J. Measuring Economic Policy Uncertainty // The Quarterly Journal of Economics. 2016. Vol. 131. No. 4. P. 1593–1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and the sources of growth // Journal of Financial Economics. 2000. Vol. 58. No. 1–2. P. 261–300. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00072-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00072-6)
- Bernanke B.S., Lown C.S. The Credit Crunch // Brookings Papers on Economic Activity. 1991. №2. P. 205–247. <https://doi.org/10.2307/2534592>
- Carpenter S.B., Demiralp S. Money, Reserves, and the Transmission of Monetary Policy: Does the Money Multiplier Exist? // Board of Governors of the Federal Reserve System. Finance and Economics Discussion Series. 2010. № 2010-41. P. 19–26.
- Chen H., Ferrero A. The macroeconomic effects of large-scale asset purchase programmes // The Economic Journal. 2012. Vol. 122. No. 564. P. 289–315. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2012.02549.x>
- Drehmann M., Gambacorta L. The effects of countercyclical capital buffers on bank lending // Applied Economic Letters. 2012. Vol. 19. No. 7. P. 603–608.
- Enste D.H., Hardege S. IW-Regulierungsindex Methodik, Analysen und Ergebnisse eines internationalen Vergleichs. Köln: Deutscher Instituts-Verlag GmbH, 2006. 96 s.
- Grishchenko V.O., Mihailov A., Tkachev V.N. Money Creation in Russia: Does the Money Multiplier Exist? // University of Reading. Department of Economics. Economic Analysis Research Group (EARG). Discussion Paper. 2021. №. 2021-15. 31 p.
- Illing G. Unkonventionelle Geldpolitik – kein Paradigmenwechsel // Perspektiven der Wirtschaftspolitik. 2015. Vol. 16. No. 2. P. 127–150.
- King G.R., Levine R. Finance and growth: Schumpeter might be right // Quarterly Journal of Economics. 1993. Vol. 108. No. 3. P. 717–737. DOI: 10.2307/2118406
- Levine R., Loayza N., Beck T. Financial intermediation and growth: Causality and causes // Journal of Monetary Economics. 2000. Vol. 46. No. 1. P. 31–77. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(00\)00017-9](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(00)00017-9)
- Levine R., Zervos S. Stock markets, banks and economic growth // American Economic Review. 1998. Vol. 88. No. 3. P. 537–558.
- Loayza N., Ranciere R. Financial Development, Financial Fragility, and Growth // Journal of Money, Credit and Banking. 2006. Vol. 38. No. 4. P. 1051–1076. <http://dx.doi.org/10.1353/mcb.2006.0060>
- Pisicoli B. Financial development, diversity, and economic stability: Micro and systemic evidence // International Economics. 2023. Vol. 175. P. 187–200. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2023.08.002>
- Rajan R., Zingales L. Financial dependence and growth // American Economic Review. 1998. Vol. 88. No. 3. P. 559–586.
- Repullo R., Suarez J. The Procyclical Effects of Bank Capital Regulation // The Review of Financial Studies. 2013. Vol. 26. No. 2. P. 452–490. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs118>
- Rogers J., Scotti C., Wright J. Evaluating Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Cross-Country Comparison // International Finance Discussions Papers. March 2014. No. 1101. 65 p.
- Taylor J.B. The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong // NBER Working Paper Series. 2009. No. 14631. 32 p.
- Yi Gang. China's Interest Rate System and Market-based Interest Rate Reform. Journal of Financial Research. 2021. No. 9. P. 1–15. URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4157443/4364384/2021102014082914468.pdf> (accessed: 01.05.2023).

THE DILEMMA OF ENSURING FINANCIAL STABILITY AND STIMULATING GROWTH OF THE RUSSIAN ECONOMY

GALINA PANOVA

MGIMO University, Moscow, 119454, Russia

IRINA LARIONOVA

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, 125167, Russia

NIKITA SHUBA

Gazprombank, Moscow, 117420, Russia

Abstract

The challenges of the global economy and geopolitical risks have exposed the problems of slowing economic growth and required a rethinking of approaches to curbing inflation. Monetary authorities in advanced economies are forced to adjust to the transition from ultra-low interest rates to their significant growth against the backdrop of high public debt, and in developing countries they are forced to continue to look for tools to stimulate business activity in the face of high inflation and interest rates. At the same time, the methods of monetary regulation sometimes do not give the expected results, and the approaches tested in the last century turn out to be insufficiently effective. At the same time, a number of large countries, including Russia, are under severe sanctions restrictions, the history of which is far from its logical conclusion. In this regard, the discussion about stimulating economic growth without compromising financial stability is one of the most relevant and acute. The essence of the problem is as follows: the priority of one of the opposites of the above-mentioned dilemma negates the achievement of the goals of the other. The resolution of this contradiction lies in the search for a compromise and extraordinary solutions, which are multifaceted, including the specifics of regulating the financial market and the activities of its institutions, the potential for whose participation in the economic development of the country remains far from being exhausted. In this regard, it is of particular importance to clarify the targets of monetary policy and its impact on the economy. The authors of the article came to the conclusion that it is necessary to change the paradigm of "financial stability" to "stimulating sustainable growth of the national economy" and propose to increase the efficiency of the financial regulator in Russia by separating from the functionality of the Central Bank of the Russian Federation the block of macro- and microprudential regulation, as well as supervision over the activities of financial market participants and transferring these functions to an independent body. The proposed measures will allow, according to the authors of the article, to ensure the focus of the institutional model of financial market regulation on achieving the multi-purpose task of ensuring financial stability in the context of sustainable growth and digital transformation of the Russian economy.

Keywords:

financial stability; financial market; financial intermediaries; monetary policy; quantitative easing; money multiplier; monetary base; digital economy; business model; technological platform; ecosystem

References

- Afonso A., Blanco-Arana M.C. (2022). Financial and economic development in the context of the global 2008-09 financial crisis. *International Economics*. Vol. 169. P. 30–42. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2021.11.006>
- Andreev M., Peiris U., Shirobokov A., Tsomokos D. (2019). Analiz makroprudentsial'noy politiki i finansovoy (ne)stabil'nosti v Rossiyskoy Federatsii [Analysis of Macroprudential Policy and Financial (In) Stability in the Russian Federation]. *Finance and Credit*. Vol. 78. No. 3. P. 3–37.

- Bachmann R., Gödl-Hanisch I., Sims E.R. (2022). Identifying Monetary Policy Shocks Using the Central Bank's Information Set. *Journal of Economic Dynamics & Control*. Vol. 145. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2022.104555>
- Baker S.R., Bloom N., Davis S.J. (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 131. No. 4. P. 1593–1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Balatsky Ye.V., Yekimova N.A., Yurevich M.A. (2018). Nemonetarnye faktory v transmissionnom mekhanizme denezhno-kreditnoy politiki: peresmotr strategii regulirovaniya inflyatsii [Non-Monetary Factors in the Monetary Policy Transmission Mechanism: Revision of the Inflation Management Strategy]. *Upravlenets*. Vol. 9. No. 5. P. 26–39. DOI:10.29141/2218-5003-2018-9-5-3.
- Baranov A.O. (2017). Ob iskusstve kompromissa mezhdru tselyami ekonomicheskoy politiki v svete krizisa v Rossii v 2015–2016 gg [On the art of compromise between economic policy objectives in light of the crisis in Russia between 2015 and 2016]. *EKO*. No. 6. P. 49–63.
- Baranov A.O., Ageeva E.V. (2021). Vliyaniye denezhno-kreditnoy politiki na investitsionnyy kompleks Rossii [Influence of Monetary Policy on the Investment Complex of Russia]. *World of Economics and Management*. Vol. 21. No. 3. P. 5–29. <https://doi.org/10.25205/2542-0429-2021-21-3-5-29>
- Beck T., Levine R., Loayza N. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics*. Vol. 58. No. 1–2. P. 261–300. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00072-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00072-6)
- Bernanke B.S., Lown C.S. (1991). The Credit Crunch. *Brookings Papers on Economic Activity*. No. 2. P. 205–247. <https://doi.org/10.2307/2534592>
- Burlachkov V.K. (2018). Paradoksy inflyatsionnogo targetirovaniya i determinanty tsenovoy dinamiki v Rossii i mire [Paradoxes of Inflation Targeting and Determinants of Price Dynamics in Russia and the World]. *Finance and Credit*. Vol. 24. No. 10. P. 2163–2174. <https://doi.org/10.24891/fc.24.10.2163>
- Butorina O.V. (2018). Monetarnaya politika ETsB: noveyshie tendentsii [ECB Monetary Policy: Latest Trends]. *International Economics*. No. 1. P. 37–49.
- Carpenter S.B., Demiralp S. (2010). Money, Reserves, and the Transmission of Monetary Policy: Does the Money Multiplier Exist? *Board of Governors of the Federal Reserve System. Finance and Economics Discussion Series*. № 2010-41. P. 19–26.
- Chen H., Ferrero A. (2012). The macroeconomic effects of large-scale asset purchase programmes. *The Economic Journal*. Vol. 122. No. 564. P. 289–315. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2012.02549.x>
- Drehmann M., Gambacorta L. (2012). The effects of countercyclical capital buffers on bank lending. *Applied Economic Letters*. Vol. 19. No. 7. P. 603–608.
- Drobyshevskiy S.M., Trunin P.V. (2014). Evolyutsiya teorii i praktiki denezhnokreditnoy politiki v rezul'tate global'nogo ekonomicheskogo krizisa [Evolution of monetary policy theory and practice as a result of the global economic crisis]. *Zhurnal Novoy ekonomicheskoy assotsiatsii*. No. 4(24). P. 141–158.
- Enste D.H., Hardege S. (2006). *IW-Regulierungsindex Methodik, Analysen und Ergebnisse eines internationalen Vergleichs*. Köln: Deutscher Instituts-Verlag GmbH. 96 s.
- Fedorova O.Yu. (2017). *Formirovaniye effektivnoy modeli regulirovaniya finansovykh rynkov* [Forming an effective model of regulation of financial markets.]. PhD dissertation. Moscow: MGIMO University. 219 p.
- Glazyev S.Yu. (2014). Sanktsii SShA i politika Banka Rossii: dvoynoy udar po natsional'noy ekonomike [U.S. Sanctions and the Policy of the Bank of Russia: A Double Blow to the National Economy]. *Voprosy ekonomiki*. No. 9. P. 13–29. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2014-9-13-29>
- Gogichaev Ch. A., Panova G.S. (2024). *Netraditsionnaya denezhno-kreditnaya politika i alternativnyye metody monetarnogo stimulirovaniya ekonomiki* [Unconventional monetary policy and alternative methods of monetary stimulation of economy]. Moscow: Nauchnaya biblioteka. 256 p.
- Golovnin M.Yu. (2018). Vneshnie efekty denezhno-kreditnoy politiki SShA [External Effects of US Monetary Policy]. *Outlines of global transformations: politics, economics, law*. Vol. 11. No. 2. P. 82–99. <https://doi.org/10.23932/2542-0240-2018-11-2-82-99>
- Goryunov E.L., Drobyshevskiy S.M., Mau V.A., Trunin P.V. (2021). Chto my (ne) znaem ob effektivnosti instrumentov DKP v sovremennom mire? [What do we (not) know about the effectiveness of the monetary policy tools in the modern world?]. *Voprosy ekonomiki*. No. 2. P. 5–34. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2021-2-5-34>
- Grishchenko V.O., Mihailov A., Tkachev V.N. (2021). Money Creation in Russia: Does the Money Multiplier Exist? University of Reading. Department of Economics. *Economic Analysis Research Group (EARG)*. Discussion Paper. 2021. №. 2021-15. 31 p.
- Illing G. (2015) Unkonventionelle Geldpolitik – kein Paradigmenwechsel. *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*. Vol. 16. No. 2. P.127–150.
- King G.R., Levine R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 108. No. 3. P. 717–737. DOI: 10.2307/2118406

- Levine R., Loayze N., Beck T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*. Vol. 46. No. 1. P. 31–77. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(00\)00017-9](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(00)00017-9)
- Levine R., Zervos S. (1998). Stock markets, banks and economic growth. *American Economic Review*. Vol. 88. No. 3. P. 537–558.
- Loayza N., Ranciere R. (2006). Financial Development, Financial Fragility, and Growth. *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 38. No. 4. P. 1051–1076. <http://dx.doi.org/10.1353/mcb.2006.0060>
- Pisicoli B. (2023). Financial development, diversity, and economic stability: Micro and systemic evidence. *International Economics*. Vol. 175. P. 187–200. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2023.08.002>
- Rajan R., Zingales L. (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review*. Vol. 88. No. 3. P. 559–586.
- Repullo R., Suarez J. (2013). The Procyclical Effects of Bank Capital Regulation. *The Review of Financial Studies*. Vol. 26. No. 2. P. 452–490. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs118>
- Rogers J., Scotti C., Wright J. (2014). Evaluating Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Cross-Country Comparison. *International Finance Discussions Papers*. No. 1101. March. 65 p.
- Taylor J.B. (2009). The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong. *NBER Working Paper Series*. No. 14631. 32 p.
- Yi Gang. (2021). China's Interest Rate System and Market-based Interest Rate Reform. *Journal of Financial Research*. No. 9. P. 1–15. URL: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/4157443/4364384/2021102014082914468.pdf> (accessed: 01.05.2023).
- Yudaeva K. (2018). Granitsy monetarnoy politiki: Mirovye tendentsii i rossiyskaya praktika inflyatsionnogo targetirovaniya [Limits of Monetary Policy: Global Trends and Russian Practice of Inflation Targeting]. *Finance and Credit*. Vol. 77. No. 2. P. 95–100. <https://doi.org/10.31477/rjmf.201802.95>
- Zamaraev B.A., Kiyuzevskaya A.M. (2019). Inflyatsionnoye targetirovaniye v mire i Rossii [Inflation targeting in the world economy and in Russia]. *Voprosi ekonomiki*. No. 6. P. 5–29. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-6-5-29>