

БАНКОВСКОЕ ДЕЛО

Г. И. Пеникас

канд. экон. наук, руководитель проектов департамента исследований и прогнозирования Банка России; старший научный сотрудник Лаборатории математического моделирования сложных систем Физического института им. П. Н. Лебедева РАН

ОБЗОР ВЫЗОВОВ ДЛЯ СОВРЕМЕННОЙ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ РОССИИ¹

Введение

В начале 2022 г. на Россию были наложены существенные санкции. Они создали такой негативный психологический эффект, что граждане стали активно изымать свои сбережения из банков. Поэтому 28 февраля 2022 г. Банк России поднял ключевую ставку с 9,5 до 20% годовых. В частности Председатель Банка России Э. С. Набиуллина отметила: «Для поддержания привлекательности депозитов и защиты сбережений граждан от обесценения нужно повысить процентные ставки до уровней, которые компенсируют гражданам возросшие инфляционные риски» (Банк России, 2022а). Аналогичными аргументами Банк России руководствовался, подняв ключевую ставку с 8,5% до 17% в декабре 2014 г., что уже отмечалось в работе (Пеникас, 2019). В ответ коммерческие банки повысили ставки по вкладам. Существенный отток средств из банков прекратился, ситуация с ликвидностью нормализовалась, по словам заместителя Председателя Банка России А. Б. Заботкина (Интерфакс, 2022а). Поэтому к 14 июня 2022 г. Банк России смог поэтапно снизить ключевую ставку до 9,5% (11 апреля до 17%; 5 мая до 14%; 27 мая до 11%). Так можно кратко описать, что происходило на стороне пассивов банков.

Для решения вопросов на стороне активов банков обсуждается вопрос их капитализации, включая отказ от выплаты дивидендов (Интерфакс, 2022б). Из такого предложения сторонний наблюдатель может сделать простые выводы, не отражающие всей ситуации по совокупности. Может показаться, что для стабилизации ситуации в финансовой сфере можно ограничиться «вливанием» капитала в банки. Однако этого недостаточно, а иногда и не нужно. Прежде всего, почему недостаточно?

Для полномасштабной стабилизации ситуации Банк России реализовал 157 мер (Банк России, 2022б) (табл. 1). Одно их описание занимает 77 страниц. Отказ от выплаты дивидендов лишь одна из 157 мер. Эти цифры наглядно показывают, насколько сложной является современная банковская система для восприятия отдельно взятого человека. Однако закономерен вопрос, а нужно ли сделать что-либо еще?

В настоящей работе остановимся на нескольких аспектах реализованных, возможных к реализации и малоперспективных шагов. В разделе 2 обсудим, что на самом деле означает «капитализация банков» и какой эффект дают Базельские стандарты, в частности норматив достаточности капитала. В разделе 3 подробнее рассмотрим, как кредитные деньги могут усиливать эффекты от капитализации банков. В разделах 4 и 5 остановимся на двух особенных случаях реализации эффектов от создания кредитных денег. Они посвящены экономике Китая и внедрению цифровых валют. В разделе 6 подведем краткие итоги.

¹ Настоящая работа отражает личную позицию автора и может не совпадать с официальной позицией аффилированных организаций.

Таблица 1

Меры Банка России по стабилизации финансовой системы в 2022 г.

№	Группа мер	Количество
1	Регуляторные послабления в отношении всех участников финансового рынка	7
2	Регуляторные послабления в отношении кредитных организаций	23
3	Регуляторные послабления в отношении иных поднадзорных Банку России организаций (помимо кредитных организаций)	66
4	Меры, связанные с валютным регулированием	11
5	Меры денежно-кредитной политики и регулирования банковской ликвидности	10
6	Макропруденциальные меры	5
7	Меры по поддержке граждан, субъектов малого и среднего предпринимательства (далее — субъекты МСП)	6
8	Меры по ограничению торгов на Московской Бирже	14*
9	Регуляторные послабления и иные антикризисные меры в отношении эмитентов ценных бумаг	6
10	Прочие меры в отношении общей ситуации на финансовом рынке	9
	Всего:	157

Источник: Банк России, 2022.

* Реализовано 14 этапов.

1. Капитализация банков

Рассмотрим три возможных последствия капитализации банков. Прежде всего напомним прецедент английского банка RBS. В 2008 г. он получил кредитный убыток около 60 млрд фунтов стерлингов. Для поддержки банка в его капитал «влили» 21 млрд фунтов. После этого банк сразу выплатил руководству 1 млрд фунтов, поскольку «так обещал» по положительным результатам деятельности банка в предшествовавшем году. Подробнее описание кейса см. в (Пеникас, Теванян, 2015; Penikas, 2020). Такая необоснованная и несвоевременная выплата вознаграждений привела к разработке системы выплаты бонусов с учетом принятых и понесенных рисков. В России требования к такой системе отражены в инструкции 154-И. Хотелось бы надеяться, что такие действия мы не будем наблюдать в России. Банк России сформулировал соответствующие рекомендации в вышеприведенном перечне мер. Однако риск такой выплаты в явном или неявном виде присутствует, поскольку по итогам 2021 г. банки показали рекордную прибыль (Интерфакс, 2022в).

Во-вторых, хотелось бы предложить читателю задуматься над вопросом: «Зачем банку капитал?» Первой причиной часто называют принятие рисков. Раз банк потерпел убыток, то его нужно покрыть, иначе создается угроза для возврата депозитов. Однако угроза создается, если будет высокий спрос на наличность. Как было указано выше, спрос наших граждан на наличность нормализовался. Это значит, что отсутствует угроза *отзыва всех вкладов сразу* («набега на банк»). Поэтому банк, как и отдельные фирмы в отдельные периоды времени, может существовать с отрицательным капиталом. Для сравнения, на следующий день после банкротства банка Lehman Brothers (17 сентября 2008 г.) в США возник риск оттока всех вкладов за два дня. Именно поэтому в тот же день был поднят лимит в государственной системе страхования вкладов США со 100 до 250 тыс. долл. Он неизменен по сей день.

Второй причиной наличия у банка капитала называют соблюдение нормативов банковского регулирования. Данную причину можно назвать средством обеспечения первой. Однако надо понимать, что выполнение нормативов — не гарант отсутствия проблем с капитализацией. Тем более важно рассматривать меры так, чтобы можно было принимать решение по каждой из них отдельно. Утверждение, что нормативы — это неотъемлемый элемент первой причины, не позволяет увидеть ситуацию более обще. Как будет показано, нормативы создают иллюзию устойчивости, но никто не обсуждает, что с ними делать в кризис.

Упрощенно, считается, что банк должен иметь капитал в размере 8% от принятых рисков. Этот порог называют нормативом достаточности капитала. Формально Базельский комитет по банковскому надзору принял его как международный норматив в соглашении Базель I в 1988 г. Если из-за убытков капитал сократился, то упал указанный норматив. Его нужно поднять. Однако почему-то в данной ситуации забывают про «эффект такси», который вспоминал самый известный Председатель Базельского комитета Питер Кук. Его именем иногда называют и сам норматив достаточности капитала — коэффициент Кука (Симановский, 2008, с. 17, сн. 1). Некогда представитель Банка Англии, Чарльз Гудхарт, примерно следующим образом описывает этот эффект (Goodhart, 2011). Представьте себе, что вы приходите на стоянку такси. Там находится одна машина. Вы просите довезти вас до нужного места. Но вам отказывают, потому что есть правило: «На стоянке всегда должна быть одна машина». Питер Кук называл такую ситуацию абсурдной, ведь вам же надо ехать, и более того, все есть — кроме правила — для того, чтобы вы поехали. Может показаться, что с позиции таксопарка ситуация является не абсурдной, а нормальной. Иначе есть риск разорения¹. Это неверно. Задача такси и таксиста — зарабатывать деньги за счет предоставления услуг по перевозке. Если машина не едет, либо таксист не окупает вносимую ежедневную аренду машины (таксопарк здесь все равно, что будет с таксистом), либо теряет таксопарк, если оплата идет как процент от выручки. В любом случае таксопарк теряет, поскольку не окупает свои инвестиции в инфраструктуру (в центр операторов звонков или в разработку ИТ-платформы связи водителей и пассажиров). Поэтому правило «постоянно держать одну машину на стоянке» как раз ненормально и ведет к разорению таксопарка. Заметим, что ни в одном таксопарке сегодня такого правила как раз не существует.

Ситуация в России полностью соответствует «эффекту такси». По мнению автора, именно в текущей ситуации необходимо отказаться от норматива достаточности капитала. Это позволит банкам использовать накопленный капитал.

Заметим, что на пресс-конференции 29 апреля 2022 г. Председателю Банка России Э. С. Набиуллиной задали вопрос о том, насколько России сейчас нужны Базельские стандарты. В ответ Председатель указала, что все стандарты внедрялись с учетом российской специфики, с одной стороны. С другой стороны, на актуальность конкретных стандартов нужно еще посмотреть. Здесь также стоит вспомнить слова от 14 апреля 2022 г. первого заместителя Председателя Банка России Д. В. Тулина, что банковское регулирование в России требует концептуального пересмотра. В частности, он заметил: «Все статистические модели, которые построены на прошлых годах (вероятность дефолта [PD], последствия после дефолта [LGD]), они, скорее всего, с точки зрения здравого смысла уже не актуальны, экстраполировать их механистически на будущее не имеет никакого смысла...» (Интерфакс, 2022 г.).

¹ Автор благодарен рецензенту за предложение.

Это значит как минимум недостаточную актуальность подходов внутренних рейтингов (ПВР) из Базель II. В ПВР требуется иметь историю данных не менее 5 лет для моделей PD. Поэтому обсуждать возврат к ПВР логично минимум через пять лет после нормализации ситуации. Однако сегодня — не время для обязательного перехода крупнейших российских банков на ПВР, как это обсуждалось в консультативных докладах (Банк России, 2020, 2021). Описанную критику ПВР для России разделяет и советник Председателя Банка России, докт. экон. наук А. Ю. Симановский, изложивший свою позицию в недавней работе (Симановский, 2022).

Если два приведенных аргумента еще не убедили читателя в нецелесообразности докапитализации, давайте рассмотрим наглядный пример в отношении стоимости кредитов, если «вливать» капитал в банки. Допустим, у нас есть банк с капиталом (К) в 100 единиц (рублей). Акционер хочет получать на него доходность (ROE) в размере 20% от вложенного капитала в год, или просто 20 единиц. Пусть активов (А) у такого банка 1000 единиц. Упрощенный расчет норматива достаточности ($K/RW \cdot A$) при риск-весе (RW) в 100% дает допустимые 10%, что выше минимума в 8%. Если акционер требует доход в 20 единиц, значит 1000 единиц активов должны их принести. Значит доходность активов (ROA) должна быть $20/1000 = 2\%$. Это можно понимать как чистую процентную маржу. Независимо от того, какой будет стоимость пассивов (ставка по вкладам), ставка по кредитам должна быть как минимум на 2 процентных пункта (п.п.) выше.

Пусть такой банк понес убыток в размере 90 единиц. Значит, его активы стали равны 910 ед., а капитал равен 10 ед. Акционер не стал требовать от этого меньше дохода. Причем если в этом году из-за убытка он его не получил, то ожидавшиеся 20 единиц он будет дополнительно требовать в следующем году. Таким образом, в следующем году, требуя и обычные 20 единиц дохода, всего банку нужно принести $20 + 20 = 40$ единиц дохода акционеру. В терминах процентной маржи получаем $40/910 = 4,3\%$. Это уже в два раза больше предыдущих 2%. Да, можно говорить, что при некоторых условиях акционер соглашается снизить требование по доходности. Но это, как правило, означает, что описанный эффект лишь растягивается по времени, поскольку акционеры не занимаются благотворительностью.

А теперь учтем, что банку нужно выполнить требование по достаточности капитала. В терминах «эффекта такси» банку нужно обеспечить «одну машину на стоянке». После убытка норматив будет всего лишь $10/910 = 1\%$. Для выполнения достаточности хотя бы 8% капитала должно быть $910 \times 8\% = 72,8$ единиц (для простоты предполагаем неизменность риск-веса в 100%; при предположении о его росте результаты только усугубятся для потребителя-заемщика банка). Значит, при оставшихся 10 единицах капитала акционеру нужно дополнительно внести $72,8 - 10 = 62,8$ единиц.

Альтернативой может стать сокращение активов. Их можно продать, если кто-то купит. Но вероятнее всего будет дисконт, а значит еще убытки относительно признанной в учете стоимости активов. Если не продавать, то при средней срочности корпоративных кредитов в два-три года в России такое сокращение возможно только начать реализовывать. Значит, нужно доносить капитал. Акционер — не благотворитель. Если у него была альтернатива получения дохода на эти средства, то, внося средства в капитал, он требует на них ту же доходность. В нашем примере 20%. Значит, выживший банковский бизнес должен дополнительно принести еще $20\% \times 62,8 = 12,56$ единиц. Таким образом, с учетом понесенного убытка и необходимости соблюсти норматив маржа должна быть $(12,56 + 20 + 20) / 910 = 5,7\%$. Это почти в три раза выше исходной (до понесенных убытков).

Из описанного примера следует, что понесенный убыток банк переложит на клиента (возможно, постепенно и по многим продуктам, не ограничиваясь однократным изменением ставок по кредитам). Соблюдение нормативов только усугубляет ситуацию, делая кредиты менее доступными. Причем недоступность будет не только по цене, но и по объему. Как показывают (Freixas, Rochet, 2008), кривая предложения кредитов, как и предложения труда, «загибается» обратно. При высоких ставках процента в банк приходят клиенты с неприемлемо высокой вероятностью невозврата. Поэтому после некоторого уровня процентной ставки по кредиту банки начинают предлагать все меньше кредитов.

Таким образом, стандарты Базельского комитета, имеющие благую цель обеспечения финансовой стабильности, могут дать отрицательный эффект сегодня в России. Такой эффект в литературе называют «эффектом кобры» по работе (Siebert, 2001).

Прочитав рассуждение об отрицательном эффекте Базельских стандартов, читатель может попробовать привести такие контраргументы. Базельские нормативы разрабатываются для нормально развивающихся экономик; внешнеэкономические санкции меняют ситуацию. Нужно обсуждать, как приспособить к ним денежную политику, но это не означает, что рекомендации Базельского комитета ошибочны¹. С одной стороны, читатель будет прав. Именно это подчеркнула Председатель Банка России Э. С. Набиуллина на пресс-конференции 29 апреля 2022 г., сказав: «...Многие риски в банковской системе в России схожи с тем, что есть в мире; и управление этими рисками тоже очень схожее; есть общие некие правила, общие подходы, и так далее... базельские стандарты по достаточности капитала и по разным другим нормативам, они исходят из вполне разумных вещей, которые связаны вообще с банковской деятельностью как таковой».

С другой стороны, автор изучил большую часть документов Базельского комитета и опубликовал подробный обзор эволюции требований комитета в журнале Центрального банка Испании (Penikas, 2015). Однако ни в одном из известных автору документов комитета не сказано, что стандарты Базельского комитета применяются только для периода нормального развития и что в иные периоды их применять не нужно, или их нужно корректировать, кроме одного. Это механизм контрциклического (антициклического) буфера (BCBS, 2010, 2019). Упрощенно, его идея состоит в том, чтобы в периоды экономического подъема поднять норматив с 8 до 10,5% с тем, чтобы в периоды спада иметь возможность снизить норматив, но до тех же 8%. Таким образом, даже контрциклический буфер не решает проблемы «эффекта такси». Можно сказать, что он требует наличия второй машины, когда хорошо; а когда плохо, разрешает оставаться на стоянке только одной. Однако зачем нужна и последняя на стоянке?

Логика исторического развития стандартов Базельского комитета позволяет автору предположить, что с ними будет иметь место ситуация, как с поездами. Около двухсот лет назад на железной дороге колеса делали с зубьями (сегодня они остались на отдельных фуникулерах), потому что думали, что стальные колеса будут скользить по стальным рельсам. Правда, по ходу использования зубья отваливались (не попадали в насечки рельс), и при этом поезда стали ездить плавнее и быстрее. В итоге, от зубьев полностью отказались. Уверен, что также произойдет и базельскими нормативами как минимум с нормативом достаточности в периоды кризиса.

Поэтому вспомним продолжение ответа Председателя Банка России от 29 апреля 2022 г., когда она подчеркнула: «Будем смотреть, как в новых условиях их [стандарты

¹ Автор благодарен рецензенту за предложение.

Базельского комитета] откорректировать еще раз в зависимости от ситуации». Выше мы как раз и описали пример, когда такая корректировка необходима. Поэтому у России сегодня есть возможность стать пионером в вопросе обоснованного пересмотра стандартов Базельского комитета.

В целом вопрос адекватности и целесообразности Базельских стандартов не такой простой, как это кажется. Однако ввиду возникшего замечания предлагаем читателю как минимум задуматься о таком вопросе. Никто не спорит с утверждением, что чем больше у банка капитала, тем больше он может принять рисков. Это утверждение настолько же верно, как сказать, что белое является белым, поскольку оно белое. Вопрос кроется в том, сколько капитала оптимально? В работе (Ermolova, и др., 2021) можно найти ряд ссылок с прямо противоположными мнениями по этому вопросу. Однако суть не в том, сколько капитала иметь оптимально; а почему регулятору виднее? Почему регулятор, не видящий весь банк изнутри, лучше знает, чем сам банк? Простого ответа, только потому, что он регулятор, недостаточно.

Для примера рассмотрим одну из крупнейших компаний России. К сведению автора, это единственная компания с котирующимися на бирже акциями, которая публично взяла на себя обязательство о предельном соотношении долга (Д) к капиталу (К). У нее указано, что соотношение не будет превосходить 40% (Газпром, 2022, с. 79). Если задуматься, этот показатель — не что иное, как слегка измененный норматив достаточности капитала. Ведь последний — это упрощенно отношение капитала (К) к активам (А), где активы — это сумма капитала и долга (Д), т. е. $K / A = K / (K + D)$. Тогда обязательство компании в 40%, принятое свободно в отношении себя, равносильно нормативу достаточности капитала в 70%, так как:

$$\begin{aligned} D/K < 40\% &\rightarrow (D/K) + 1 < 1,4 \rightarrow (D + K) / K < \\ < 1,4 &\rightarrow K / (D + K) > 1 / 1,4 \rightarrow K / (D + K) > 70\%. \end{aligned}$$

Тогда возникают два вопроса. Может быть, Базельский комитет существенно недооценил риски банков, когда заложил норматив в 8% для банков, когда промышленная компания сама без регулятора ставит себе норматив в почти десять раз выше, на уровне 70%? Однако больше всего нас должен беспокоить второй вопрос. Если промышленная компания смогла сама, без Базельских комитетов определить для себя оптимальный уровень долга (причем оказавшийся на порядок консервативнее, чем для банков), то почему его не смогут определить для себя банки? Неужели в банках работают менее компетентные люди? Отнюдь, неверно. У нас везде работают грамотные люди. И в промышленных компаниях, и в банках.

Ответ же на вопрос о природе норматива, по мнению автора, носит эффект исторического прецедента. Сначала так сложилось, а потом возникла институциональная ошибка «ссылки на авторитет», когда Базельскому комитету виднее: ведь он международный орган, существует с 1974 г. и так далее.

Поэтому автор приглашает читателя задать себе вопрос, который раньше, возможно, даже не мог возникнуть, поскольку он попирает сложившиеся представления. А именно, почему банки для процветания и получения прибыли не смогут определить для себя оптимальный размер капитала? У кого капитала будет мало, будут ненадежны. Им не принесут депозиты. У кого будет много, дорого будут стоить кредиты. Их не будут брать. Тоже бизнес не получится. Так что рыночные компании, как никакой регулятор, смогут сами найти оптимум для выбранной ими ниши. Возможно, отдельные банки, как и в примере с промышленной компанией выше, публично напишут такое обязательство по капиталу в отношении себя.

2. Усиливающие эффекты кредитных денег

Выше мы показали проблему роста стоимости кредитов в результате необходимости соблюдения стандартов Базельского комитета. А теперь представьте, что указанный эффект может быть усилен в худшую сторону. Такое ухудшение создают кредитные деньги.

Читатель может усомниться в утверждении и сказать, что не кредитных денег не бывает. Ведь деньги — это долговая расписка, принимающая различные формы на разных этапах развития денежных отношений¹. Это не совсем верно. Понятие «кредитные» происходит не от наличия обязательств одной стороны перед другой. Приведенное выше определение скорее относится к банкнотам и векселям как формам денег (а точнее, заменителей денег, по Мизесу). Кредитными называются необеспеченные деньги; обеспеченные называются не кредитными (товарными). Обеспечением может быть золото (для ситуации золотого стандарта).

Кредитные же деньги возникают из принципа бухгалтерского учета и особенностей современного гражданского законодательства. Во-первых, операция одобрения кредита в активе банка создает счет до востребования в пассиве. Если в банковской системе преобладают безналичные расчеты, то заемщик не забирает кредит в форме наличных. Значит, появляется возможность использовать деньги из открытого счета до востребования для одобрения нового кредита. Во-вторых, современные гражданские кодексы разрешают их использовать. Именно поэтому появилась такая сущность, как норматив обязательных резервов (НОР) в размере меньше 100%. В пределе, если принять НОР, равный нулю, то одобрять кредиты можно бесконечно, или по крайней мере пока есть спрос на такие кредиты. Впервые на эту особенность обратили внимание основатели Австрийской экономической школы Л. фон Мизес и Ф. фон Хайек в работах 1924 и 1930-х гг. (Mises, 1953; Хайек, 2018; Уэрта де Сото, 2008).

По сути, значение норматива обязательных резервов меньше 100% — это возможность несколько раз выдать *в виде расписки* один и тот же рубль, принесенный в банк. Причем если НОР равен 100%, банк тоже даст долговую расписку А, но только один раз. Такая расписка А будет не кредитными деньгами. Если же НОР меньше 100%, то условно банк может выдать уже две расписки В и С на одинаковые суммы, каждая как в расписке А. По идее, по одной из них можно получить все, тогда как для получения по второй ничего не останется. Однако поскольку ни у одной из двух расписок В или С нет приоритета, то любую могут предъявить к погашению первой. Значит, по сути, обе из них являются необеспеченными. Поэтому расписки В и С — это кредитные деньги. Таким образом, в примере мы имели дело всегда с расписками, но обеспеченная расписка А — это не кредитные (товарные) деньги, а В и С — кредитные.

К чему приводят кредитные деньги? Идет постоянное обесценение валюты, в которой создаются кредитные деньги. Значит, падает относительная цена труда. Люди могут купить меньше одних и тех же товаров, но продолжают работать за ту же зарплату. Часть зарплат может быть проиндексирована, но, как мы понимаем, есть постоянное запаздывание, поскольку людям не компенсируют потери (недопотребление) за прошедший год, когда им уже пришлось покупать по более высоким ценам. Владелец капитала (акционер) сталкивается с той же проблемой. Только он, как мы рассматривали выше с ценообразованием кредитов, начинает требовать больше. У него нет контрактных ограничений, как с зарплатой в трудовом договоре. Упрощенно, при росте цен реальная стоимость труда падает на столько,

¹ Автор благодарен рецензенту за предложение.

на сколько растёт номинальная цена капитала при неизменности номинальной цены труда. Таким образом, цена труда относительно цены капитала снижается.

Значит, труд становится привлекательнее капитала (станков). Производства становятся более трудоёмкими. Если смотреть на валовый выпуск экономики (ВВП как конечное потребление плюс промежуточное потребление), то «уплощается» производственная структура. Иными словами, доля промежуточного потребления сокращается в валовом выпуске экономики.

Поскольку денег в экономике становится больше, запускается больше проектов, чем могло бы (вспомните здесь популяризацию темы стартапов в мире в последнее десятилетие). Из-за роста привлекательности труда относительно капитала людей на все проекты не хватает. Начинают расти зарплаты (посмотрите на сферу ИТ, на водителей в системах такси). Сокращается безработица.

Последователи Дж. М. Кейнса называют это естественным «перегревом» экономики. Потом они вспоминают Хаймана Мински или Насима Талеба, когда из ниоткуда возникает «момент Мински» или «прилетает чёрный лебедь» и приходит кризис.

Однако «чёрные» лебеди оказываются вполне «белыми», а именно известными и закономерными, как показали Мизес и Хайек. Из-за роста зарплат многие проекты не могут дать ожидавшуюся доходность. Из-за нехватки людей другие проекты становятся банкротами. Банки не получают возврата кредитов. Возникает риск того, что *при однократном снятии всех депозитов* банк их не выплатит. Поэтому вкладчики начинают забирать вклады. Вспомните США 2008 г. Чтобы процесс затормозить, создается государственная система страхования вкладов, а если она уже существовала, то поднимается порог страхования (опять же вспомните США). Но как быть, если это не помогает?

Нужно создать новые деньги, выдать их тем, кто хочет забрать. Формально, люди получают наличные, но купить на них могут уже много меньше. Если вам кажется описанная ситуация странной, тогда посмотрите на рис. 1. Как вы думаете, как может быть такое, что рост цен базовых товаров (инфляция) в США был умеренным до 2021–2022 гг. на уровне около 2%, а стоимость акций постоянно росла?

У людей есть постоянная потребность в базовых товарах (гречка, соль и т. п.). Если ваш доход растёт, то вы можете начать покупать товар лучшего качества. Однако вам в принципе не нужно более некоторой физической нормы суточного потребления такого товара. Поэтому, когда вы уже стали покупать базовый товар лучшего качества, то в некотором смысле вам некуда девать дополнительные деньги. Привлекательная особенность акций состоит в их ликвидности и хранимости. Их можно быстро купить и продать. При этом, в отличие от гречки, их можно держать практически до бесконечности. Конечно, сторонники Дж. М. Кейнса здесь вспомнят его фразу, что в долгосрочном периоде все мы смертны. Однако Л. фон Мизес ему ответил вопросом: «А насколько долгим является краткосрочный период?»

При этом, вероятно, многие не обратили внимания на одно принципиальное решение в политике финансовых властей США в начале пандемии. 26 марта 2020 г. они снизили НОР до нуля (FRS, 2020). При этом в работе (Penikas, 2021) впервые в мире показано, что для экономик с высокой долей безналичных платежей максимальный объём кредитных денег ограничен уже не НОРом, а нормативом достаточности капитала (НДК). При этом Базельский комитет в своих новациях соглашения Базель III предусматривает поступательный рост требований к капиталу. А значит, рост минимума НДК ведёт к росту объёма кредитных денег при нулевом НОР. На рис. 1а мы видим результат введенного нулевого НОР и постоянно растущего НДК — это резкий рост уже кредитных денег (M2) с 2020 г. Например, такого же роста M2 в 2007 г. не было, хотя деньги в США резко допечатали (был рост M0).

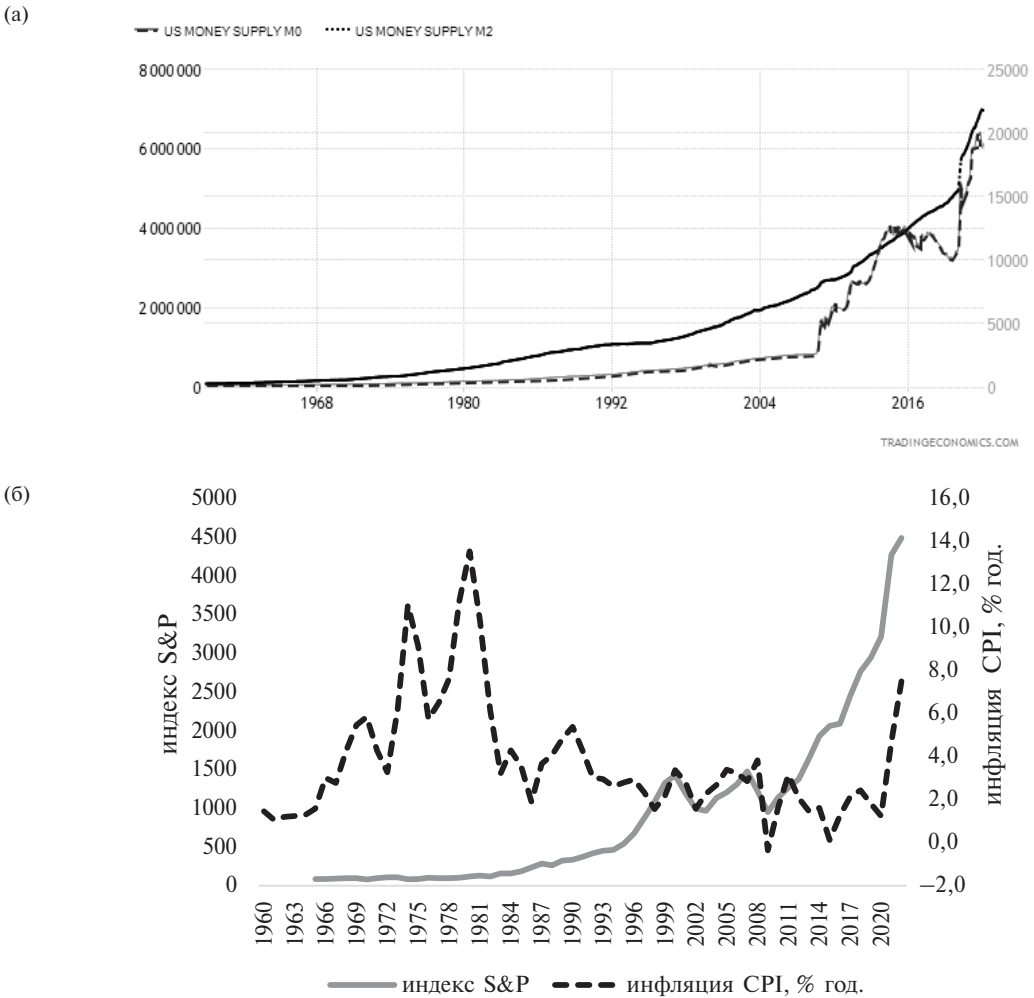


Рис. 1. Печать наличных в США вела к росту котировок акций, рост кредитных денег с 2020 г. привел к росту цен базовых товаров (инфляции)

Источник: (а) объем наличных — денежная база — М0 (прерывистая, левая вертикальная шкала в млн долл.) и широкая денежная масса М2 (черная точками; правая вертикальная ось в млрд долл.); URL: <https://tradingeconomics.com/united-states/money-supply-m0>; (б) данные Всемирного Банка по инфляции США с 2020 г. (черный пунктир, правая вертикальная шкала): URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=US>, индекс S&P для США (серая сплошная, левая вертикальная линия): URL: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC/>.

При этом мы видим, что наличные деньги в США печатали до 2007 г. с регулярным темпом около 5% в год. Упрощенно, если из них 2 п.п. шло в инфляцию, то остальные 3 п.п. давали постоянный прирост котировок акций. У такого процесса две проблемы. Во-первых, он не бесконечен. Конгресс США пока одобряет рост объема государственного долга, чтобы им создавать и поглощать кредитные деньги. Но в какой-то момент вера в платежеспособность нарушится. Так же неожиданно в XVI в. оборвалась вера в баснословную стоимость одной луковицы тюльпанов. Во-вторых, печатание денег провоцирует описанные выше проблемы дефолтов, или, как описывали Мизес и Хайек, закономерные экономические циклы.

Рассмотрим два примера использования теории кредитных денег в Китае и США.

3. Основа китайского экономического роста

В свете описанной логики воздействия кредитных денег на экономику намного более понятными становятся действия современного Китая.

Опыт Советского Союза показал, что система центрального планирования уступает рыночной. При этом в отдельные периоды по формальным показателям экономика центрального планирования может показывать более высокие результаты в официальной статистике, чем рыночная. Например, в СССР личные автомобили были роскошью. Многие в течении десятка лет не могли на них скопить сбережения. Благодаря такой высокой цене выпуск автомобилей в денежных единицах давал большой вклад в официальные показатели выпуска экономики СССР. Однако такие высокие показатели не улучшают качество жизни обычных людей. Тем не менее Китай, кажется, доказывает неверность вывода о неадекватности системы центрального планирования, ведь рост идет постоянно. Возникает вопрос, как такое возможно?

Читателю может не импонировать описанное отождествление плановой экономики в СССР и экономики в современном Китае. В качестве аргумента можно услышать, что в СССР была общественная собственность на средства производства, в современном Китае больше половины ВВП производится частниками¹. Рассмотрим данный аргумент подробнее.

Прежде всего, возникает вопрос источника данных. Все, что удалось найти автору с указанием признака собственности при формировании ВВП, — это отчет одной из консалтинговых компаний (PwC, 2020). В нем указано, что больше половины (57%) действительно приходится на частные компании, но только в инвестициях в основные средства (PwC, 2020). При этом надо помнить, что инвестиции — лишь один из четырех компонент ВВП.

Потом указано, что в первом квартале 2020 г. прибыли государственного и частного сектора почти сравнялись до 220–230 млрд юаней (PwC, 2020). Однако в государственных компаниях падение было 45%, а в частных — 30%. Таким образом, прибыли в государственных компаниях были больше, чем в частных в некризисный период (до пандемии). Примечательно, что в отчете выделены еще две формы собственности: иностранная и совместная (смешанная). Прибыль иностранных компаний стала 167 млрд юаней, а совместных — почти 600 млрд юаней. Таким образом, можно сказать, что по прибыли частный сектор преобладает, если совместные предприятия записать в частные. Тем не менее фактически смешанная форма собственности может быть способом демонстрации большей привлекательности Китая перед иностранными инвесторами, ведь формально доля прибыли непосредственно государственных компаний тогда — это $220 / (220 + 230 + 167 + 600) = 18\%$. Если же смешанные считать государственными, то доля государственных компаний в прибыли уже $(220 + 600) / (220 + 230 + 167 + 600) = 67\%$, что слабо соответствует образу рыночной экономики с частными компаниями.

Не менее интересна и статистика о доле частных предприятий (PwC, 2020). Бросаются в глаза цифры в 80–90% для частных компаний. Кажется, что Китай — это полностью рыночная экономика с минимальным участием государства. Это именно тот образ, который Китай хотел бы предъявлять за рубежом. Однако, всмотревшись, видим, что указанная цифра — это процент от общей численности работников. В общем числе фирм показатель уже меньше — около 50%. А вот доля в суммарных активах не приводится. Примечательно и то, что в реестре отраслей

¹ Автор благодарен рецензенту за предложение.

отсутствует финансовая сфера. При этом в списке из 30 глобальных системно значимых банков все четыре банка из Китая — государственные (FSB, 2021)¹.

Представление о характере экономики Китая может дополнить следующая выдержка из американской энциклопедии. В ней указано, что в последние годы Китай усилил поддержку государственных предприятий в сферах, связанных с экономической безопасностью страны; и что лидеры страны подорвали часть реформ по формированию рыночной экономики, когда вновь подтвердили доминирующую роль государства в экономике².

Поэтому целесообразно рассматривать экономику Китая как экономику с централизованным планированием, аналогичной, по сути, советской, но с измененной формой для придания ей схожести с рыночной (но только по форме).

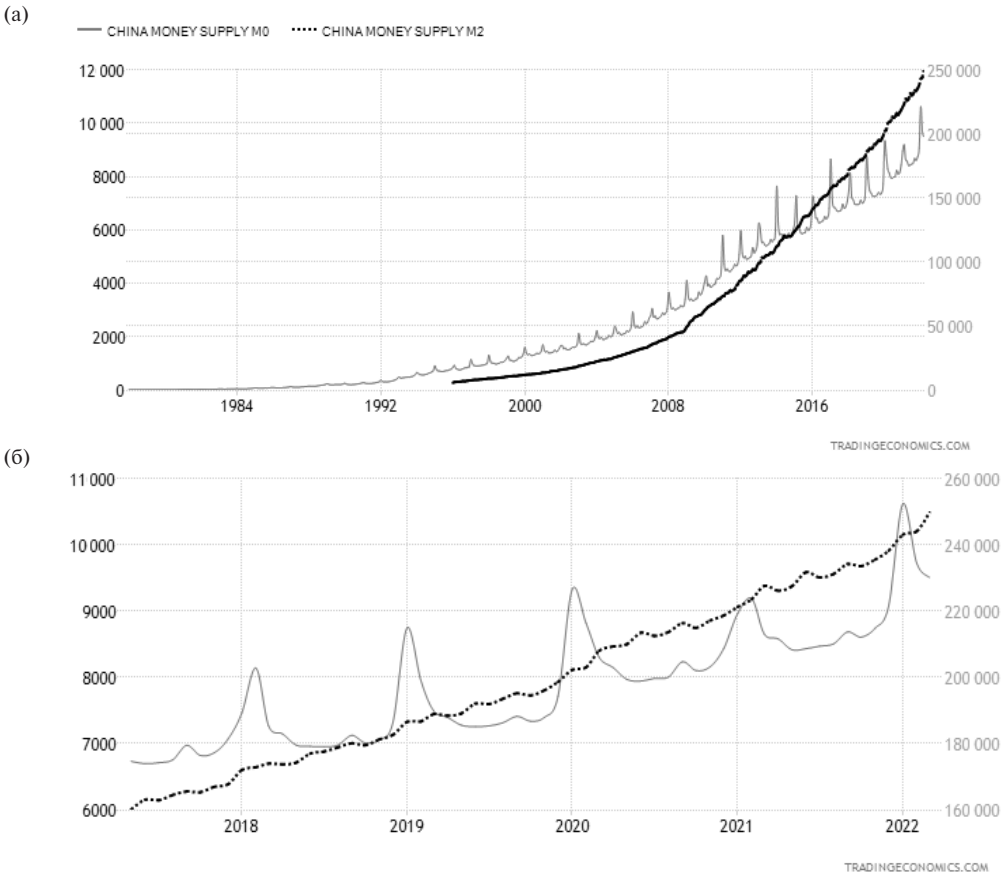


Рис. 2. После кризиса 2007–2009 гг. в Китае изменился тренд роста кредитных денег (M2).

Источник: данные о денежной базе (M0; серая линия; млрд юаней) и денежной массе (M2, черный пунктир; млрд юаней) Китая: (а) максимально доступные данные с 1980 г.; (б) увеличенный масштаб с 2012 г.

URL: <https://tradingeconomics.com/china/money-supply-m0>.

¹ Bank of China, China Construction Bank, Industrial and Commercial Bank of China, Agricultural Bank of China.

² «China has renewed its support for state-owned enterprises in sectors considered important to “economic security”, explicitly looking to foster globally competitive industries. Chinese leaders also have undermined some market-oriented reforms by reaffirming the “dominant” role of the state in the economy, a stance that threatens to discourage private initiative and make the economy less efficient over time» (CIA, 2022).

Теперь рассмотрим динамику денежной базы Китая на рис. 2. Ее резко увеличивают в конце года, когда подводятся итоги функционирования экономики за год и когда особенно полезным с точки зрения ускорения показателей будет допечатывание денег.

Но у всего есть пределы. Нужен катализатор. Им являются кредитные деньги. Эффект идет в два этапа. На первом этапе — в течение последнего десятилетия — в Китае активно развиваются национальные платежные системы вида TenCent. Цель — повысить долю безналичных платежей в экономике. Чем выше такая доля, тем больше кредитных денег создается (Уэрта де Сото, 2008). Как мы указывали, запускаются новые проекты. В статистике регистрируется постоянный экономический рост.

Но регулярно с 2016 г. стали поступать сигналы о возможном замедлении роста Китая. В 2021 г. особую озабоченность добавили проблемы строительной компании Evergrande. Если показать снижение роста, то инвесторы могут снизить степень заинтересованности в инвестициях в Китай. Как же быть тогда? Где взять следующий стимул? Обратим внимание на два источника стимулов.

Во-первых, как сделали США в начале пандемии, Китай принимает беспрецедентное для него решение. С 25 апреля 2022 г. он снижает норму обязательных резервов (Интерфакс, 2022д). Это должно дать краткосрочный эффект роста и перевесить негатив о новостях о Evergrande. Пока снижение, если верно понимаем, не доходит до 0%, а составляет только 0,25 п.п. Еще остается задел для дальнейшего снижения. Таким образом, нельзя исключать искусственной природы демонстрации высоких показателей роста китайской экономики.

Такое утверждение стоит особенно внимательно рассматривать на фоне следующего. В работе (Penikas, 2020) изучены крупнейшие в мире убытки от реализации кредитных рисков. Хотя китайские банки входят в список глобальных системно-значимых, автору не удалось обнаружить сведений об убытках китайских банков. Даже исходя из теории вероятностей и масштаба китайских банков, они должны быть.

Во-вторых, важную роль в демонстрируемом экономическом росте Китая играет статистический учет, а именно, особенности ВВП. ВВП — это сумма добавленных стоимостей, или сумма *конечной* продукции. Таким образом, не учитывается «глубина экономики», или объем промежуточного потребления. Поэтому в книге (Уэрта де Сото, 2008) подчеркивается ценность рассмотрения показателя Валового выпуска (gross output), суммирующего ВВП с промежуточным потреблением. С 2014 г. данный показатель стал официальным в США. Его активный сторонник Марк Скоузен создал специальный сайт (<https://grossoutput.com>), где показывает, что данный показатель упал более чем на 25% в США в 2009 г., тогда как ВВП снизился только на 7%. Так что, если страна хочет показать экономический рост, то ей достаточно показать рост выпуска конечной продукции в ущерб промежуточной. Вместо повышения технологичности производства, вместо технического прогресса просто масштабируются существующие технологии. Возникает вопрос, как переключить спрос с промежуточных и конечных товаров в большей степени на конечные? Как увеличить спрос на конечные (потребительские) товары? Нужно увеличить число потребителей. Если читателю покажется данная версия маловероятной, обратите внимание на два события, которые последовали за упомянутыми проблемами 2016 и 2021 гг. в Китае. Это переход от политики одного ребенка в семье к политике двух детей в 2016 г. и переход к политике трех детей в 2021 г. Таким образом, Китай пытается прибегнуть к последнему источнику формального роста — к экстенсивному расширению спроса на конечную продукцию. Однако каковы последствия?

Л. фон Мизес еще в 1912 г. подчеркнул, что фактические (материальные) ресурсы экономики ограничены. Рост денежного предложения как путем непосредственной

печати товарных денег, так и эмиссии кредитных денег не добавляет реальных ресурсов в экономику. Он лишь стимулирует перераспределение физических (товарных) ресурсов. В случае Китая это явное перераспределение из сферы производства товаров промежуточного потребления в сферу производства конечной продукции. Кроме демонстрации формального роста по индикатору ВВП, такие действия подрывают основу долгосрочного технологического роста страны. Типичная ситуация достижения краткосрочных выгод в ущерб долгосрочным.

Из этого следует важный вывод, что России не стоит брать пример с экономики Китая. Скорее всего, мы пока что про последнюю знаем отнюдь не все, что нужно и что там реально происходит.

4. Цифровой рубль

У проблемы кредитных денег есть решение. Мизес и Хайек уже почти сто лет назад обосновывали, что единственным решением является возврат к системе 100%-го резервирования. Здесь не нужно пугаться, задаваясь вопросом, а что же тогда банкам выдавать в кредит? 100%-ное резервирование относится к средствам на счетах до востребования. Причем, заметьте, сегодня такого банковского продукта не существует.

Невозможно иметь возможность гарантированно всегда и в любой сумме забрать вклад с текущего счета так, чтобы при необходимости любую сумму можно было перевести электронно. Если сумму можно перевести электронно, значит, ее, скорее всего, нет физически в банке. Одновременно, для срочных вкладов вводится нулевое резервирование, но такие вклады нельзя досрочно отозвать. Кому-то может показаться такой срочный вклад непривлекательным. Да и текущий счет будет не более привлекательным, если за него нужно будет платить, как за камеру хранения. Однако, «преимущества» современных вкладов не лучше: это «хрупкость» современных банков по построению; это риски утери вкладов и провокации общеэкономических кризисов.

При этом есть продукт, который дает абсолютную финансовую стабильность. Это цифровые валюты Центральных Банков. Они как раз являются продуктами со 100%-ным резервированием. Ведь чтобы цифровой валютой рассчитываться в местах, где нет Интернета, нужно резервировать цифровые валюты, которые числятся на некотором носителе. Ведь если не зарезервировать на 100% цифровые рубли, которые вы носите с собой на некотором носителе (на своеобразной флешке, в отнюдь не электронном кошельке, а на вполне физически осязаемом носителе, но с электронным учетом), то может возникнуть такая проблема. Вы расплачиваетесь цифровыми рублями. Подносите к некоторому терминалу, который списывает с вашего носителя на носитель продавца. Причем и вы, и продавец можете быть на необитаемом острове, без Интернета. Когда же продавец решит зайти в свой банк, то он предъявит свой носитель и попросит банк зачислить цифровые рубли на свой счет (вне носителя). При этом мы помним, что у каждого носителя есть уникальный код (шифр), защищающий его от «подделки». Если же 100%-ного резервирования не существует, то ваш банк мог выдать ваш цифровой рубль в кредит. Значит, вашим цифровым рублем кто-то пользуется. Если же его потребует себе перевести продавец, у которого без Интернета вы что-то купили, то возникнет вопрос, как быть с кредитом? Досрочно потребовать вернуть кредит? Возникнет проблема от нарушения принципа частной собственности, о чем подробнее можно прочитать в книге (Уэрта де Сото, 2008). Цифровой рубль реализует принцип частной собственности. Он всегда есть только у кого-то одного. У вас, у продавца или у иного агента, но не у всех разом, как при частичном резервировании.

Здесь часто монетаристы выдвигают аргументы такого рода. Например, денег на всех не хватит. Почему? Если развивается бизнес, то вы чаще совершаете сделки, и растет скорость обращения денег. Или говорят, что из монетарной количественной теории следует, что денег нужно пропорционально выпуску экономики. Опять же, почему? Денег может быть любое количество, главное, чтобы оно было неизменным, а не как в США или Китае (рис. 1–2). Любая денежная масса может обслуживать любую экономику, особенно сегодня, когда электронные деньги, по сути, практически бесконечно делимы. Те же, кто верит в количественную теорию ($MV = PY$)¹, могут вспомнить, что и в ней скорость обращения выводится обратным счетом. Причем автор не смог обнаружить исследований скорости обращения денег. Надо заметить, что цена конкретного товара, фактически существующие наличные в экономике, средства, числящиеся на депозитах в банке страны, — это все наблюдаемые вещи. Однако скорость обращения — ненаблюдаемая. Привлекательность ненаблюдаемых переменных в экономике в том, что они позволяют развить любую теорию. Проверить такую теорию нечем, не говоря уже о том, что эксперименту в масштабе всей страны в полноценном научном смысле нет места в экономике. В лучшем случае мы работаем с ретроспективными данными, на которых, как заметил автор статистического теста Дибольта—Мариано в работе (Diebolt, 2015), мы всегда можем стратегически подобрать наилучшую модель на экзаменуемой, но фиксированной ретроспективной выборке; также и мой научный руководитель С. А. Айвазян вспоминал, что многомерный статистический анализ долгое время не хотели признавать методом научного анализа, поскольку его результат невозможно проверить (например, оптимальное число кластеров), для этого есть только эвристические методы; но со временем их признали научными.

Однако вернемся к ключевому выводу о том, что цифровые валюты — это полная реализация теории Мизеса и Хайека.

Интересно, что «первым» апологетом цифровых валют считают американца М. Кумхофа и сотрудников Банка Англии по работам (Benes & Kumhof, 2012; McLeay, Radia, & Thomas, 2014). Ссылки на них можно найти в работе (Wang, 2020). Причем ни в одной из трех работ нет ссылки ни на Мизеса, ни на Хайека. Преподносится, что как будто М. Кумхоф первым пришел к выгодам 100%-ного резервирования.

Скорее всего, логика развития событий была следующей. США по итогам Великой депрессии 1929 г. стали исповедовать теорию монетаристов, в частности М. Фридмана о том, что для экономики полезно печатать деньги на сумму примерно 3% в год. Во многом это стало результатом идей Дж. М. Кейнса и его рекомендаций Т. Рузвельту в период восстановления. И это несмотря на то, что еще в годы их жизни Мизес и Хайек, живя в США, объясняли несостоятельность теорий Кейнса и Фридмана. В работе (Уэрта де Сото, 2008) даже приводится пример, что Кейнс признал свою неправоту в ответном письме Л. фон Мизесу. Но этот факт из экономической истории мало кто знает.

Однако, кризис 2007–2009 гг. напомнил финансовым властям в США, что, возможно, с теорией регулярной печати денег есть проблема. При этом борьба с кризисом 2007–2009 гг. путем еще большей печати денег заставила задуматься о том, как изменить концепцию управления финансовой и банковской системой, «не потеряв лица». Если признать, что теория о припечатывании денег на 3% была неверной и неверной была политика ФРС в течение последних 80 лет, то это может существенно негативно отразиться на доверии к доллару, к американским

¹ M — объем денежной массы, V — скорость обращения денег, P — общий уровень цен, Y — мера выпуска экономики (как правило, рассматривают только ВВП без промежуточного потребления, хотя деньги обслуживают и его).

банкам. Облигации Казначейства США будут продавать, вырастут их доходности. Значит, перекредитоваться будет дорого, и наступит тот момент, когда рефинансировать госдолг США не получится и придется объявлять дефолт. Скорее всего, последствия будут страшнее, чем Великая депрессия. Ни один Президент США не захочет быть на посту в такой период. Как быть тогда?

Значит, не нужно говорить, что теория и политика были неверными. Тем более, нельзя признавать правоту противников реализованной политики. Поэтому нужно использовать новые слова, выбрать нового человека, с кем можно ассоциировать новацию. Но просто так использовать новые слова невозможно. Нужна новая форма, чтобы продвигать именно инструмент, не акцентируя внимания на его фундаментальной значимости для экономики. Скорее всего, именно поэтому и было принято решение продвигать цифровые валюты в США.

Однако, если оставить вопрос исторического первенства, то важно запомнить главный вывод. Цифровые валюты — это источник беспрецедентной финансовой стабильности. Ее принципиальное достоинство состоит в том, что она не создает разрушающих по построению экономических циклов, которые описывали Мизес и Хайек. Причина механизма стабильности проста. Нельзя деньги использовать несколько раз. Иными словами, в экономике работают только некредитные деньги. Напомню, что обратное привело к Великой депрессии 1929 г. Ее механизм Мизес спрогнозировал в своей работе 1924 г. Поэтому хочется напомнить, что «те, кто не учат историю, обречены на ее повторение».

Цифровой юань в Китае пилотируется уже около трех лет, и переход на него еще не осуществлен, как отметила 23 июня 2022 г. в интервью первый заместитель Председателя Банка России О. Скоробогатова (<https://www.cbr.ru/press/event/?id=13953>). По мнению автора, Китай полностью осознает описанные выше краткосрочные выгоды от использования кредитных денег и те ограничения, которые переход на цифровой юань создаст для искусственного экономического роста. Поэтому Китай не спешит переходить на него. Одновременно подчеркнем, что Банк России не просто активно пилотирует цифровой рубль, а даже принял решение об ускорении сроков его внедрения с 2024 на 2023 г., как отмечено в интервью О. Скоробогатовой. Такое ускорение внедрения цифрового рубля в России указывает на осознание его важности для укрепления финансовой стабильности нашей страны.

В данной работе постоянно упоминались теории Мизеса—Хайека с приложением к современному банковскому регулированию. Поскольку мы понимаем механизм развития процесса, у нас есть возможность предотвратить вторую Великую депрессию, беспрецедентно повысив уровень стабильности финансовой системы России. Сегодня это возможно благодаря внедрению цифрового рубля (именно цифрового рубля Банка России, а не просто любых криптовалют). Полагаем, что все шаги по ускорению внедрения цифрового рубля необходимо всячески поддерживать.

Выводы

Настоящий 2022 г. может стать, вероятно, беспрецедентным с точки зрения наложенных на Россию санкций. Банк России реализовал более полутора сотен мер. Они позволили стабилизировать ситуацию в финансовой системе. Однако возникают вопросы о том, необходимо ли что-то делать дополнительно.

В настоящей статье было показано, что стандарты Базельского комитета, в частности норматив достаточности капитала, могут создавать контрпродуктивные эффекты для восстановления экономики России. Напротив, существенный положительный эффект даст переход на цифровой рубль. Позитивная значимость внедрения цифрового рубля для России, по мнению автора как преподавателя курса

«Российская экономика», одного из авторов соответствующего учебника (Ясин, 2019) и одного из разработчиков соответствующего онлайн-курса (Российская экономика: полный курс), можно сравнить с отменой крепостного права в 1861 г. Тогда — почти 150 лет назад — Россия стала одной из самых быстрорастущих экономик мира, как подробно показано в книге (Давыдов, 2017). Именно такой импульс нужен сегодня экономике России. Благодаря цифровому рублю он возможен!

Источники

Банки РФ увеличили чистую прибыль почти на 50% по итогам 2021 года. Доля прибыльных банков в активах сектора составила 98% // Интерфакс. 28 января 2022(в) г. URL: <https://www.interfax.ru/business/818965>.

В ЦБ отметили нормализацию ситуации с ликвидностью в банковском секторе РФ // Интерфакс. 14 апреля 2022(а) г. URL: <https://www.interfax.ru/business/834980>.

Давыдов М. Двадцать лет до Великой войны. Российская модернизация Витте—Столыпина. СПб., 2017.

Заявление Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров Банка России 28 февраля 2022 года // Банк России. 28 февраля 2022(а) г. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=12729>.

Костин надеется, что ВТБ сможет вернуться к дивидендам в будущем // Интерфакс. 22 апреля 2022(б) г. URL: <https://www.interfax.ru/business/837334>.

Меры Банка России по стабилизации ситуации на финансовом рынке в условиях реализации // Банк России. 29 апреля 2022(б) г. URL: http://www.cbr.ru/content/document/file/134865/plan_limit.pdf.

Народный банк Китая снизит норму резервирования для банков с 25 апреля [на 25 бп] // Интерфакс. 15 апреля 2022(д) г. URL: <https://www.interfax.ru/business/835180>.

Об определении системно значимых кредитных организаций и подходов к их регулированию // Банк России. 23 января 2020 г. URL: http://www.cbr.ru/content/document/file/98619/consultation_paper_200123.pdf.

Пеникас Г. И. Банковская система // Российская экономика: настоящее и перспективы после реформ. Курс лекций. М., 2019.

Пеникас Г. И., Теванян Э. А. Построение оптимального контракта для менеджера банка, стимулирующее неприятие избыточного риска // Банковское дело. 2015. № 7. С. 72—81.

Переход системно значимых банков на внутренние рейтинги: консультативный доклад Банка России // Банк России. 02 июня 2021 г. URL: http://cbr.ru/Content/Document/File/123098/Consultation_Paper_02062021.pdf.

Российская экономика: курс лекций: в 2 кн. Кн. 2. Настоящее и перспективы после реформ (Т. 2) / под ред. Ясина Е. Г. М., 2019.

Российская экономика: полный курс (часть 1): онлайн-курс. URL: https://openedu.ru/course/hse/RUSSEC_5/?session=fall_2020.

Симановский А. Ю. Регулятивные требования к капиталу: возможны ли альтернативы? // Деньги и кредит. 2008. № 7. С. 11—24.

Симановский А. Ю. Риски. Чувства. Капитал. О концепции чувствительного регулятивного банковского капитала к рискам // Вопросы экономики. 2022. № 6. С. 26—41.

Уэрта де Сото Х. Деньги, банковский кредит и экономические циклы. Челябинск, 2008.

Хайек Ф. Экономические циклы. Ч. I (Т. 7). М.; Челябинск, 2018.

ЦБ РФ намерен переосмыслить банковское регулирование с учетом изменений в экономике // Интерфакс. 14 апреля 2022(р) г. URL: <https://www.interfax.ru/business/835010>.

2021 IFRS Consolidated Financial Statements with Independent Auditor's Report // Газпром. 28 April 2022 г. URL: <https://www.gazprom.com/f/posts/13/041777/gazprom-ifrs-2021-12-mnth-en.pdf>.

2021 List of Global Systemically Important Banks (G-SIBs). Retrieved from Financial Stability Board // FSB. 2021. November 23. URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P231121.pdf>
80th Annual Report 2009/2010 // BIS, 2010.

Venes J., Kumhof M. The Chicago Plan Revisited // Retrieved from IMF Working Paper. 2012. N WP/12/202. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12202.pdf>.

China Economic Quarterly Q1 2020 // PwC. 2020. URL: <https://www.pwccn.com/en/research-and-insights/china-economic-quarterly-q1-2020.pdf>.

China. Economy // CIA. 15 May 2022 г. URL: <https://www.cia.gov/the-world-factbook/countries/china/#economy>.

Countercyclical Capital Buffer Proposal. Retrieved September 24, 2019, from Basel Committee on Banking Supervision // BCBS. 2010, July 01. URL: <http://bis.org/publ/bcbs172.htm>.

Diebolt F. X. Comparing Predictive Accuracy, Twenty Years Later: A Personal Perspective on the Use and Abuse of Diebolt–Mariano Tests // *Journal of Business & Economic Statistics*. 2015. Vol. 33(1). P. 1–9.

Ermolova M., Leonidov A., Nechitaylo V., Penikas H., Pilnik N., Serebryannikova E. Agent-based Model of the Russian Banking System: Calibration for the Maturity, Interest Rate Spread, Credit Risk, and Capital Regulation // *Journal of Simulation*. 2021. Vol. 15(1–2). P. 82–92.

Federal Reserve Actions to Support the Flow of Credit to Households and Businesses. Retrieved February 10, 2021, from Board of the Governors of the Federal Reserve System // FRS. 2020. March 15. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315b.htm>.

Freixas X., Rochet J. C. *Microeconomics of Banking*. 2nd ed. Cambridge, Massachusetts, 2008.

Goodhart C. *The Basel Committee on Banking Supervision. A History of the Early Years 1974–1997*. Cambridge, 2011.

Guiding Principles for the Operationalisation of a Sectoral Countercyclical Capital Buffer. Retrieved January 07, 2020, from Basel Committee on Banking Supervision // BCBS. 2019. November 27. URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d487.htm>.

McLeay M., Radia A., Thomas R. Money Creation in the Modern Economy. Retrieved from Bank of England's Monetary Analysis Directorate. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2014/money-creation-in-the-modern-economy.pdf>.

Mises L. *Theory of Money and Credit*. Yale University Press, 1953.

Penikas H. History of Banking Regulation as Developed by the Basel Committee on Banking Supervision in 1974–2014 (Brief Overview) // *Financial Stability Journal*. 2015. Vol. 28(5). P. 9–47.

Penikas H. History of the World Largest Credit Risk Losses in 1972–2018 // *HSE Economic Journal*. 2020. N 1. P. 1–19.

Penikas H. Money Multiplier Under Basel Capital Ratio Regulation: Implications for Counter-COVID-19 Stimulus // *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2021.

Siebert H. *Cobra Effect: Where the Solution is Worse Than the Problem*. Stgt, 2001.

Wang J. *Central Banking 101*. N. Y., 2020.

Reference

2021 IFRS Consolidated Financial Statements with Independent Auditor's Report. Gazprom, 28 April, 2022 г. Available at: https://www.gazprom.com/f/posts/13/041777/gazprom-ifrs-2021-12_mnth-en.pdf.

2021 IFRS Consolidated Financial Statements with Independent Auditor's Report. Gazprom, 28 April, 2022 г. Available at: https://www.gazprom.com/f/posts/13/041777/gazprom-ifrs-2021-12_mnth-en.pdf.

2021 list of global systemically important banks (G-SIBs). Retrieved from Financial Stability Board. FSB, 2021, November 23. Available at: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P231121.pdf>

80th Annual Report 2009/2010. BIS, 2010.

Banki RF uvelichili chistuyu pribyl' pochti na 50% po itogam 2021 goda. Dolya pribyl'nykh bankov v aktivakh sektora sostavila 98% [Russian banks increased net profit by almost 50% in 2021. The share of profitable banks in the sector's assets amounted to 98%]. Interfax(v), January 28, 2022. Available at: <https://www.interfax.ru/business/818965>. (In Russian)

Benes J., Kumhof M. The Chicago Plan Revisited. Retrieved from *IMF Working Paper*, 2012, N WP/12/202. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12202.pdf>.

China Economic Quarterly Q1 2020. PwC, 2020. Available at: <https://www.pwccn.com/en/research-and-insights/china-economic-quarterly-q1-2020.pdf>.

China. Economy. CIA, 15 May. 2022. Available at: <https://www.cia.gov/the-world-factbook/countries/china/#economy>.

Countercyclical capital buffer proposal. Retrieved September 24, 2019, from *Basel Committee on Banking Supervision*. BCBS. 2010, July 01. Available at: <http://bis.org/publ/bcbs172.htm>.

Davydov M. *Dvadsat' let do Velikoy voyny. Rossiyskaya modernizatsiya Vitte–Stolykina [Twenty years before the Great War. Russian modernization of Witte–Stolypin]*. St. Petersburg, 2017. (In Russian)

Diebolt F. X. Comparing Predictive Accuracy, Twenty Years Later: A Personal Perspective on the Use and Abuse of Diebolt–Mariano Tests. *Journal of Business & Economic Statistics*, 2015, vol. 33(1), pp. 1–9.

Ermolova M., Leonidov A., Nechitaylo V., Penikas H., Pilnik N., Serebryannikova E. Agent-based model of the Russian banking system: calibration for the maturity, interest rate spread, credit risk, and capital regulation. *Journal of Simulation*, 2021, vol. 15(1–2), pp. 82–92.

Federal Reserve Actions to Support the Flow of Credit to Households and Businesses. Retrieved February 10, 2021, from Board of the Governors of the Federal Reserve System. FRS, 2020, March 15. Available at: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315b.htm>.

Freixas X., Rochet J. C. *Microeconomics of Banking (2nd ed.)*. Cambridge, Massachusetts, 2008.

Goodhart C. *The Basel Committee on Banking Supervision. A History of the Early Years 1974–1997*. Cambridge, 2011.

Guiding principles for the operationalisation of a sectoral countercyclical capital buffer. Retrieved January 07, 2020, from Basel Committee on Banking Supervision. BCBS, 2019. November 27. Available at: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d487.htm>.

Hayek F. *Ekonomicheskiye tsikly: chast' I (T. 7)*. [*Economic cycles: part I (T. 7)*]. Moscow; Chelyabinsk, 2018. (In Russian)

Huerta de Soto H. *Den'gi, bankovskiy kredit i ekonomicheskiye tsikly*. [*Money, bank credit and economic cycles*]. Chelyabinsk, 2008. (In Russian)

Kostin nadeyetsya, chto VTB smozhet vernut'sya k dividendam v budushchem [*Kostin hopes that VTB will be able to return to dividends in the future*]. Interfax, April 22, 2022(b). Available at: <https://www.interfax.ru/business/837334>. (In Russian)

McLeay M., Radia A., Thomas R. *Money creation in the modern economy*. Retrieved from Bank of England's Monetary Analysis Directorate. Available at: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2014/money-creation-in-the-modern-economy.pdf>. (In Russian)

Mery Banka Rossii po stabilizatsii situatsii na finansovom rynke v usloviyakh realizatsii [*Measures of the Bank of Russia to stabilize the situation on the financial market in terms of implementation*]. Bank of Russia, April 29, 2022(b). Available at: http://www.cbr.ru/content/document/file/134865/plan_limit.pdf. (In Russian)

Mises L. *Theory of Money and Credit*. Yale University Press, 1953.

Narodnyy bank Kitaya snizit normu rezervirovaniya dlya bankov s 25 aprelya [na 25 bp] [*The People's Bank of China will reduce the reserve ratio for banks from April 25 [by 25 bp]*]. Interfax, April 15, 2022(d). Available at: <https://www.interfax.ru/business/835180>. (In Russian)

Ob opredelenii sistemno znachimyykh kreditnykh organizatsiy i podkhodov k ikh regulirovaniyu [*On the definition of systemically important credit institutions and approaches to their regulation*]. Bank of Russia, January 23, 2020. URL: http://www.cbr.ru/content/document/file/98619/consultation_paper_200123.pdf. (In Russian)

Penikas G. I. Bankovskaya Sistema [Banking system]. *Rossiyskaya ekonomika: nastoyashcheye i perspektivy posle reform. Kurs lektsiy* [*Russian economy: present and prospects after reforms. Lecture course*]. Moscow, 2019. (In Russian)

Penikas G. I., Tevanyan E. A. Building an optimal contract for a bank manager, stimulating excess risk aversion [Postroyeniye optimal'nogo kontrakta dlya menedzhera banka, stimuliruyushcheye nepriyatiye izbytochnogo riska]. *Bankovskoye delo* [*Banking*], 2015, No. 7, pp. 72–81. (In Russian)

Penikas H. History of banking regulation as developed by the Basel Committee on banking supervision in 1974–2014 (brief overview). *Financial Stability Journal*, 2015, vol. 28(5), pp. 9–47.

Penikas H. History of the World Largest Credit Risk Losses in 1972–2018. *HSE Economic Journal*. 2020, N 1, pp. 1–19.

Penikas H. Money Multiplier Under Basel Capital Ratio Regulation: Implications for Counter-COVID-19 Stimulus. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2021.

Perekhod sistemno znachimyykh bankov na vnutrenniye reytingi: konsul'tativnyy doklad Banka Rossii [*Transition of Systemically Important Banks to Internal Ratings: Bank of Russia Advisory Report*]. Bank of Russia, June 02, 2021. URL: http://cbr.ru/Content/Document/File/123098/Consultation_Paper_02062021.pdf. (In Russian)

Rossiyskaya ekonomika: kurs lektsiy: v 2 kn. Kn. 2. *Nastoyashcheye i perspektivy posle reform (T. 2)* [*Russian economy: a course of lectures: in 2 books. Book. 2. Present and prospects after reforms (Vol. 2)*]. Ed. by Yasin E. G. Moscow, 2019. (In Russian)

Rossiyskaya ekonomika: polnyy kurs (chast' 1): onlayn-kurs [*Russian economy: full course (part 1): online course*]. Available at: https://openedu.ru/course/hse/RUSSEC_5/?session=fall_2020.

Simanovskiy A. Y. Regulyativnye trebovaniya k kapitalu: vozmozhni li alternativy? *Den'gi i kredit* [*Money and credit*], 2008, N 7, pp. 11–24. (In Russian)

Simanovskiy A. Y. Risks. Sense. Capital. On the concept of banking capital risk-sensitivity. *Voprosy Ekonomiki* [*Economic questions*], 2022, N 6, pp. 26–41. (In Russian)

Siebert H. *Cobra Effect: Where the Solution is Worse Than the Problem*. Stgt, 2001.

TSB RF nameren pereosmyslit' bankovskoye regulirovaniye s uchetom izmeneniy v ekonomike [*The Central Bank of the Russian Federation intends to rethink banking regulation, taking into account changes in the economy*]. Interfax, April 14, 2022(g). Available at: <https://www.interfax.ru/business/835010>. (In Russian)

V TSB otmetili normalizatsiyu situatsii s likvidnost'yu v bankovskom sektore RF [*The Central Bank noted the normalization of the situation with liquidity in the banking sector of the Russian Federation*]. Interfax, April 14, 2022(a). Available at: <https://www.interfax.ru/business/834980>. (In Russian)

Wang J. *Central Banking 101*. New York, 2020.

Zayavleniye Predsedatelya Banka Rossii El'viry Nabiullinoy po itogam zasedaniya Soveta direktorov Banka Rossii 28 fevralya 2022 goda [*Statement by Governor of the Bank of Russia Elvira Nabiullina following the meeting of the Board of Directors of the Bank of Russia on February 28, 2022*]. Bank of Russia, February 28, 2022(a). Available at: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=12729>. (In Russian)