

Федеральное государственное автономное образовательное  
учреждение высшего образования  
«Национальный исследовательский университет  
«Высшая школа экономики»

*На правах рукописи*

Подругина Анастасия Викторовна

**Ужесточение регулирования финансовых  
рынков в странах ОЭСР после кризиса 2008-2009:  
последствия для кредитного цикла**

РЕЗЮМЕ

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Научный руководитель:

кандидат экономических наук, доцент

Григорьев Леонид Маркович

JEL: G210, E320, F440

Москва – 2021

Работа выполнена в департаменте мировой экономики на факультете мировой экономики и мировой политики Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики».

**Актуальность исследования.** Ужесточение регулирования финансовых рынков после кризиса 2008-2009 года – одна из ведущих тем научной дискуссии в сферах финансов и макроэкономики. Многие ученые признают, что постепенное ослабление регулирования финансовой деятельности способствовало формированию предпосылок кризиса 2008-2009 года и его необычной глубины. Анализ причин финансового кризиса показал необходимость ужесточения финансового регулирования и усиления контроля над финансовыми институтами, что было реализовано органами финансового контроля и экономической политики.

Меры по ужесточению финансового регулирования, введенные в качестве ответа на кризис 2008-2009 года, были призваны повысить стабильность финансовых систем стран мира, снизить вероятность наступления подобных финансовых потрясений в будущем. За 2009-2019 гг. финансовое регулирование стран ОЭСР претерпело системные изменения как на национальном, так и на наднациональном уровне.

Переход со стандартов Базеля II на стандарты Базеля III продолжается на наднациональном уровне в странах БКБН в обязательном порядке и во многих других странах добровольно. Базельские стандарты основываются на принципах, многократно сформулированных различными организациями после финансового кризиса – достаточность капитала, ликвидности, наличие «подушек безопасности» (контрциклический буфер и буфер консервации), качественный риск-менеджмент, раскрытие информации финансовыми институтами. Однако введение подобных мер может привести к замедлению экономического роста – не только в странах ОЭСР, но и в развивающихся странах.

Выбранная тема стала особенно актуальна на фоне сохраняющейся фазы кредитного сжатия в некоторых странах в условиях низких процентных ставок в течение необычно длительного времени – с 2009 по 2018 год. В послевоенном периоде в мировой экономике впервые в таком продолжительном периоде оживления и подъема наблюдаются настолько низкие и даже отрицательные процентные ставки. Таким образом, очень важно проанализировать поведение кредитного цикла в новых условиях.

**Степень научной разработанности проблемы.** Кризис 2008-2009 годов спровоцировал широкую научную дискуссию, сфокусированную на причинах кризиса, его последствиях и необходимых мерах. Одной из центральных тем этой дискуссии стало ужесточение финансового регулирования.

Многие исследователи, а также правительственные лица признали одной из причин состоявшегося кризиса пробелы в финансовом регулировании [Bernanke, 2010], [Carmassi et al., 2009], а также необходимость реформирования финансовой системы и улучшения финансовых институтов [Bernanke, 2009], [Claessens et al., 2010].

Однако нельзя говорить о том, что положительное влияние любых мер по ужесточению регулирования на стабильность финансовой системы однозначно установлено – этот вопрос все еще остается предметом научной дискуссии [Barth et al., 2012]. Модернизация финансовых институтов требует стратегического макропруденциального подхода [Hanson et al., 2010].

Дискуссия о необходимых мерах, направленных на повышение стабильности финансовой системы, собрала множество мнений. В первую очередь различными исследователями были сформулированы требования к достаточности капитала, рекомендации о контрциклическом характере регулирования таких требований, рекомендации по управлению ликвидностью [Brunnermeier et al., 2009], [The Turner Review, 2009]. МВФ призвал увеличить возможности центральных банков по управлению системными шоками, а также усилить финансовый надзор [Lessons of Financial..., 2009], [Governance Practices..., 2009]. Необходимыми были признаны меры по усилению контроля рейтинговых агентств, которые также сыграли роль в развитии финансового кризиса [Brunnermeier et al., 2009], [Crotty, 2009].

Результатом научной дискуссии, а также обсуждения на межгосударственном уровне стало соглашение Базельского комитета по банковскому надзору – Базель III [Basel Committee et al., 2010]. Еще до главных крахов 2008 года стало очевидно, что принципам Базеля II, содержащего рекомендации в области банковского регулирования, нужно фундаментальное усиление. В Базеле III были сформулированы положения, дополняющие, а не заменяющие Базель II, и направленные, в первую очередь, на повышение устойчивости отдельных банков и

банковского сектора в целом. Большое внимание было уделено требованиям к достаточности капитала, были введены новые стандарты управления ликвидностью, ужесточены требования к раскрытию информации и прозрачности деятельности, а также повышены требования управления рисками.

Описанное ужесточение финансового регулирования проходило в период низких процентных ставок и «кредитного сжатия» (credit crunch) [Brunnermeier, 2008], [Mizen, 2008], что необходимо учитывать при анализе последствий введения более жестких требований к финансовой системе.

Теоретический анализ поведения кредитного цикла был проделан Хайманом Мински в серии работ [Minsky, 1975], [Minsky, 1983], [Minsky, 1986]. Неокейнсианская гипотеза финансовой нестабильности Мински в дальнейшем использовалась многими экономистами для описания поведения кредитного цикла [Magnus, 2007], [Whalen, 2007], [Cassidy, 2008], в том числе при анализе роли финансовых стандартов в кредитном цикле [Crotty, 1994].

Эмпирический анализ последствий ужесточения финансового регулирования был проведен множеством исследователей с применением различных эконометрических методов. Оценка влияния введения требований Базеля III проводилась Группой анализа макросреды, созданной в рамках Базельского комитета [Basel Committee et al., 2010], [Basel III..., 2011], Международным Валютным Фондом [Cosimano et al., 2011], [Elliott et al., 2012] экспертами ОЭСР [Slovik et al., 2011].

В таком анализе широко используются динамические стохастические модели общего равновесия (DSGE модели) [Roger et al., 2011], [Cristiano et al., 2010], векторные авторегрессионные модели (VAR модели) [Lown, Morgan, 2006], [Ciccarelli, Maddaloni, Peydró, 2010], [Hristov, Hülsewig, Wollmershäuser, 2011], векторные модели коррекции ошибок (VECM модели) [Calza, Gartner, Sousa, 2001], [Gambacorta, 2011] и даже модели с использованием нейронных сетей [Krug et al., 2015]. Для оценивания вероятности наступления банковского кризиса используются вероятностные модели (логит- и пробит-модели) [Barrell et al., 2010], [Kato et al., 2010].

**Цель и задачи исследования.** Цель представленного исследования – проанализировать трансформацию модели кредитного цикла после кризиса 2008-2009 года и оценить влияние ужесточения финансового

регулирующего на кредитный цикл и, соответственно, экономический рост стран ОЭСР в условиях долгосрочного кредитного сжатия («credit crunch»).

Поставленная цель диссертации предопределяет необходимость последовательного решения следующих задач:

1. Проанализировать изменение характера делового и кредитного цикла в странах ОЭСР в 2003-2019 годах, включая период глобального финансового кризиса;
2. На основе обзора литературы и анализа статистических данных сформулировать ключевые отличия модели кредитного цикла в 2009-2019 годах от модели до глобального финансового кризиса;
3. Описать ключевые механизмы и меры ужесточения финансового регулирования банковской системы, небанковских институтов;
4. На основе обзора эмпирической литературы выявить эффективные методы анализа взаимосвязи финансового регулирования и поведение кредита в цикле;
5. Оценить влияние ужесточения финансового регулирования на поведение кредитного цикла, и, тем самым, на экономический рост нескольких групп стран ОЭСР в 2003-2019 годах.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.** Анализ поведения кредитного цикла в условиях ужесточения финансового регулирования опирается на гипотезу финансовой нестабильности Хаймана Мински, дополненную предпосылкой об эндогенности финансовых стандартов Джеймса Кротти.

Между странами ОЭСР существует множество различий в степени финансового развития и институциональной среде: отличия между англосаксонской и континентальными системами права, различия в стандартах корпоративного управления, отличия в системе финансового регулирования, поэтому построение единой модели для всех стран ОЭСР нецелесообразно, в диссертации отдельно анализируются страны ЕС и США.

Для анализа европейского кредитного цикла используется теоретическая модель кредитного цикла для экономик с единой монетарной политикой Джона Дрисколла, модифицированная экспертами ЕЦБ. Страны в исследовании поделены на две группы: Австрия, Германия, Люксембург, Нидерланды, Франция, Финляндия и Греция, Италия, Ирландия, Испания,

Португалия. Первая группа стран – страны с высокоразвитой финансовой системой, входящие в первый кластер по уровню ВВП на душу населения. Вторая группа стран – страны, пережившие долговой кризис, входящие во второй кластер по уровню ВВП на душу населения. Модель строится с использованием квартальных данных с 1 квартала 2003 года по 4 квартал 2019 года.

Исследование проведено с использованием комплекса основных общенаучных методов (обобщение, индукция, классификация, моделирование). Для построения эконометрической модели использовались метод наименьших квадратов, методы анализа панельных данных, векторная авторегрессионная модель.

В векторную авторегрессионную модель для европейского случая входит 5 уравнений, в каждом из которых в качестве зависимой выступает одна из исследуемых переменных (объем кредитов, кредитные стандарты, темп роста реального ВВП, ставка по займам, ставка процента на долговом рынке (переменные даны в соответствии с порядком включения в модель)). Например, для переменной объема займов уравнение будет выглядеть так:

$$l_{it} = \alpha_i^{(0)} + \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{(1)} l_{it} + \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{(2)} cs_{it} + \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{(3)} y_{it} + \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{(4)} \rho_{it} + \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{(5)} r_t + \varepsilon_t$$

где  $l_t$  – объем выданных займов,  $cs_t$  – кредитные стандарты,  $y_t$  – темп роста реального ВВП,  $r_t$  – ставка по займам,  $\rho_{it}$  – ставка процента на долговом рынке, использована модель с четырьмя лагами.

В случае США не используется ставка процента на долговом рынке в силу малого количества наблюдений.

В качестве прокси-переменных для кредитных стандартов в модели, представленной в диссертационном исследовании, используются данные исследований SLO (Senior Loan Officer Opinion Survey) и BLS (Bank Lending Survey), проводимых Федеральной резервной системой и Европейским центральным банком соответственно. В проведенных опросах кредитные менеджеры отвечали на следующий вопрос:

*Каким образом за последние три месяца изменились кредитные стандарты вашего банка относительно одобрения заявок на кредит для коммерческих и промышленных кредитов или кредитных линий*

*(не включая кредиты, финансирующие слияния и поглощения)?*

- 1) Значительно ужесточились;*
- 2) В некоторой степени ужесточились;*
- 3) Практически не изменились;*
- 4) В некоторой степени ослабли;*
- 5) Значительно ослабли.*

Ответы на приведенные вопросы позволяют оценить изменение кредитных стандартов. В диссертационном исследовании используется чистый процент респондентов, отметивших увеличение того или иного показателя.

Для представленного анализа были использованы нормативные документы и аналитические отчеты Банка международных расчетов, Группы двадцати, ОЭСР, Всемирного банка, Европейского центрального банка. В качестве информационной базы исследования были использованы статистические базы Европейского центрального банка, ОЭСР, Всемирного банка, Федеральной резервной системы США, Федерального резервного банка Сент-Луиса, Базельского комитета по банковскому надзору, Совета по финансовой стабильности.

## **Гипотезы**

В рамках эконометрического анализа проверялись следующие гипотезы:

- **Гипотеза 1 (о рациировании кредита).** В исследуемый период зависимость объема выданных кредитов от ставки процента положительна, что свидетельствует о большей роли факторов предложения в формировании кредитной активности. Равновесие спроса и предложения кредитов также обеспечивается за счет неценового рациирования – изменения кредитных стандартов. Ужесточение кредитных стандартов вызывает замедление кредитной активности, что в свою очередь будет вызывать сокращение темпов роста ВВП.
- **Гипотеза 2 (о формировании кредитных стандартов).** Кредитные стандарты формируются в зависимости от других макроэкономических переменных и переменных кредитного цикла: положительно зависят от объема выданных ранее кредитов (что отражает зависимость от фазы кредитного цикла), отрицательно

зависят от темпов роста реального ВВП, положительно зависят от ставки по займам и ставки на долговом рынке.

## **Положения, выносимые автором на защиту.**

### **1. Кредитный цикл в странах ОЭСР вел себя аномально в период 2009-2019 гг.**

Обычно в период подъема экономики происходит рост ВВП, который ведет к уверенности кредиторов в будущем и снижении кредитных стандартов, что приводит к кредитной экспансии и кредитным инновациям. Постепенно долг заемщиков растет и начинается переход от обеспеченного финансирования к спекулятивному, после чего наступает «момент Мински», после которого долговые активы обесцениваются, и кредиторы пытаются вернуть долги. Новые займы выдаются только с высокими требованиями к объему залога, срокам и т.д. Объем кредитования падает, начинается спад экономики, постепенно «плохой» долг вытесняется с рынка, и начинается новая фаза подъема.

После Великой Рецессии в 2008-2009 годы наблюдалось аномальное поведение кредитного цикла ряда стран ОЭСР – продолжительная фаза кредитного сжатия, отсутствие перехода в фазу кредитной экспансии, что особенно странно в условиях низких процентных ставок. Кредитный цикл после глобального финансового кризиса (2009–2019 гг.) не похож на наблюдавшуюся ранее докризисную модель в силу ряда особенностей развития финансового сектора и регулирования этого сектора.

Стилизованная модель кредитного цикла ЕС и США 2009-2019 годов построена на основе полученных результатов анализа кредитного цикла стран ЕС и США эконометрическими методами, описанными далее. Построенная модель объясняет аномальное поведение кредита в США и других странах ОЭСР после рецессии 2008-2009 года (рис.1).



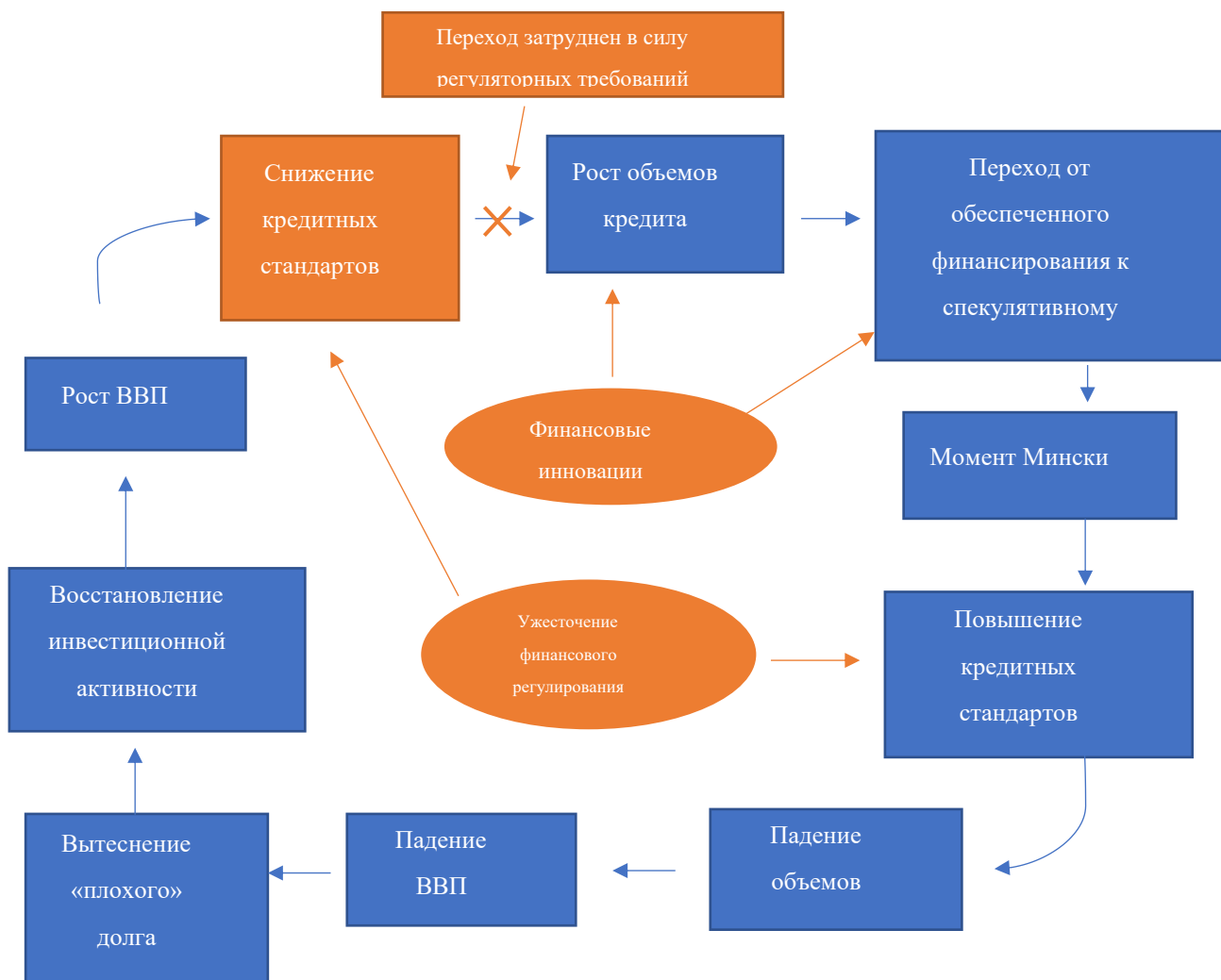


Рисунок 1. Стилизованная модель кредитного цикла

Рост кредитной активности в фазу роста объемов кредита был выше, чем в предыдущих циклах, за счет введения множества финансовых инноваций. Фаза повышения кредитных стандартов была форсирована введением требований Базеля III, что нарушило кредитный цикл и привело к оттягиванию фазы восстановления инвестиционной активности. В странах с более развитой финансовой системой вмешательство в цикл было менее значительным, чем для стран с менее развитой финансовой системой, что может служить объяснением аномального поведения кредитного цикла в странах PIIGS.

## 2. В кредитном сжатии присутствует гетерогенность по странам.

В некоторых странах падение объема кредита более значительно, в других фазу кредитного сжатия можно считать практически нормальной. Наиболее значительно пострадал кредитный цикл так называемых стран

PIIGS (Португалия, Ирландия, Италия, Греция, Испания) – стран, переживших долговой кризис.

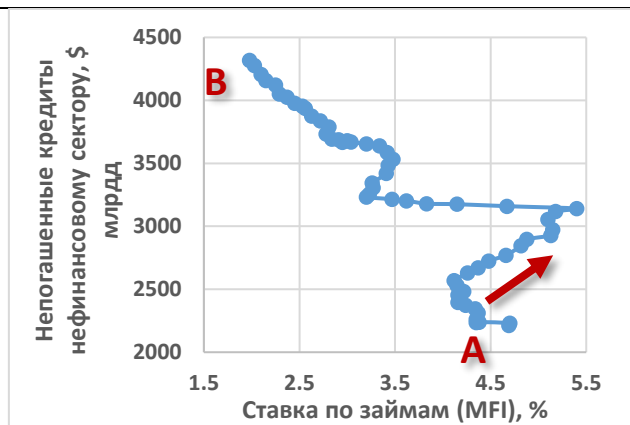
Длительность фаз кредитного цикла различается между странами, но в среднем фаза роста кредита продолжается несколько лет, после чего на несколько лет наступает фаза кредитного бума (роста кредитов при росте процентных ставок). Последующая фаза кредитного сжатия обычно непродолжительна (несколько кварталов), характеризуется стагнацией или сокращением объема кредитов при снижающихся процентных ставках. В случае нормального поведения кредитного цикла после фазы кредитного сжатия начинается фаза роста кредита и кредитных инноваций.

Для стран ОЭСР после кризиса 2008-2009 гг. можно выделить три типа кредитной активности: нормальная, стагнирующая, падающая. В странах с нормальной кредитной активностью – Франции, Канаде, Нидерландах, Финляндии – фаза кредитного сжатия заняла 4-8 кварталов, после чего началась фаза кредитной экспансии и последующий рост кредитной активности. В других странах – Австрии, Бельгии, Великобритании, Германии – фаза кредитного сжатия затянулась. Несмотря на низкие процентные ставки, кредитной экспансии не происходит, экономический подъем после кризиса сдерживается. В третьей группе стран – США, Японии и странах PIIGS (Греции, Испании, Италии, Португалии) – фаза кредитного сжатия выражается не в стагнации кредитной активности, а в продолжении падения объема кредитов нефинансовому частному сектору в 2009-2017 годах. Продолжающиеся снижаться процентные ставки не стимулировали рост кредитной активности, объем выданных кредитов к 2017 упал практически до уровня, соответствующего 2007 году.

Различия в кредитной активности по группам стран хорошо видны на графиках кредитных циклов в координатах «ставка по займам – непогашенные кредиты нефинансовому сектору». На графиках 2-4 точкой А отмечено 1 января 2003 года, точкой В – 1 апреля 2017 года. На каждом из графиков представлена траектория кредитного цикла в зависимости от ставки процента. В первой фазе на всех графиках наблюдается фаза роста кредита на фоне снижения процентных ставок. В следующей фазе во всех группах происходит бум, объем кредитов растет несмотря на рост процентных ставок. Третья фаза – фаза кредитного сжатия – период стагнации или снижения объема выданных кредитов на фоне снижающихся процентных ставок. Фаза кредитного сжатия и

последующие движения кредитного цикла отличаются для трех групп стран.

**Изменение объема кредитов в зависимости от ставки процента по займам с шагом в 1 квартал с 1 января 2003 года по 1 апреля 2017 года**

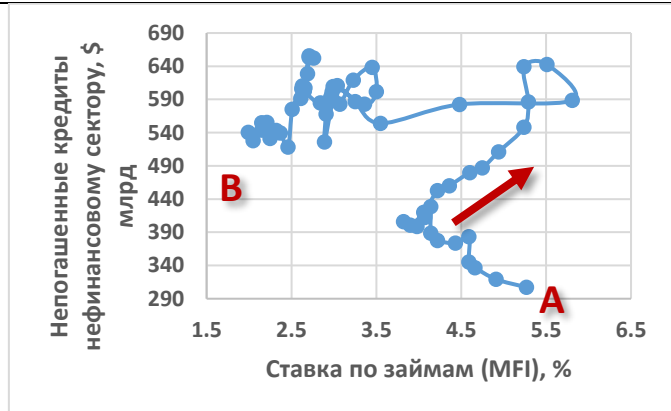


*Рисунок 2. Кредитная "траектория", Франция. Источник: BIS, ECB.*

**Франция**, Канада, Нидерланды, Финляндия

**Нормальная кредитная активность**

В группе стран с нормальной кредитной активностью фаза кредитного сжатия непродолжительна, после ее окончания наблюдается новая фаза роста кредитов. Кредитный цикл имеет классический вид. Аналогичным образом выглядит кредитный цикл США 1975-1993 годов и 1993-2003 годов.

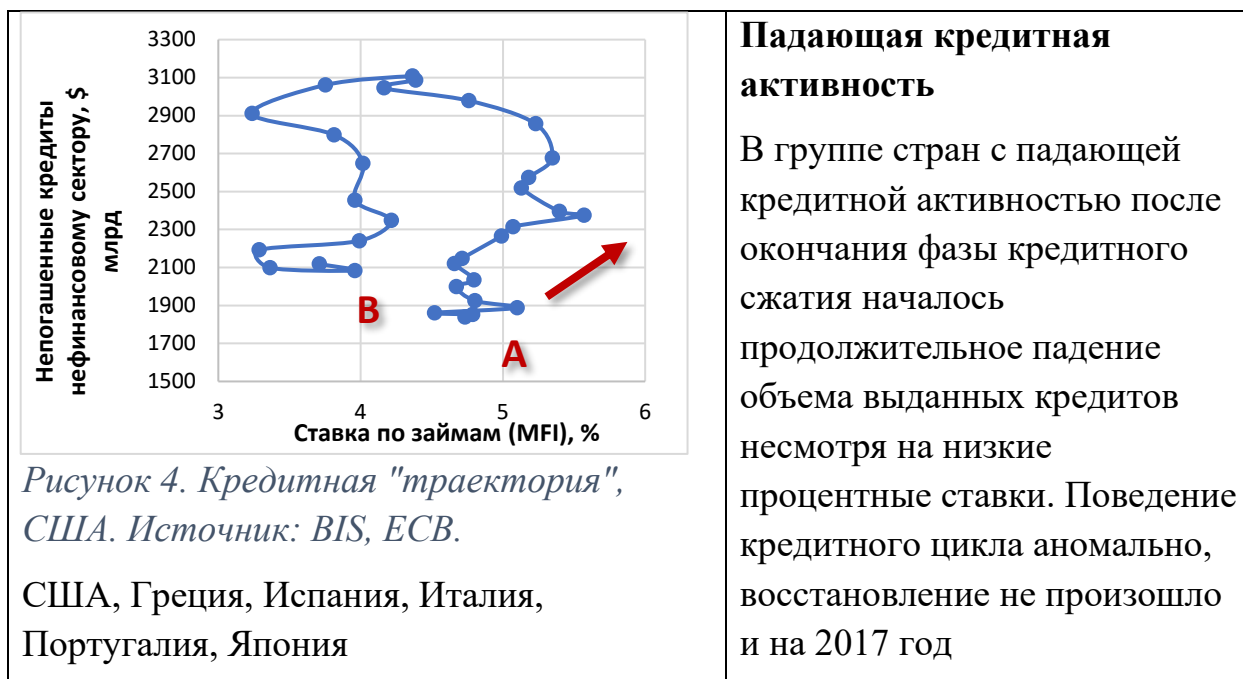


*Рисунок 3. Кредитная "траектория", Австрия. Источник: BIS, ECB.*

**Австрия**, Бельгия, Великобритания, Германия

**Стагнирующая кредитная активность**

В группе стран со стагнирующей кредитной активностью фаза кредитного сжатия продолжается и на 2017 год, объем кредитов не изменяется на фоне снижающихся ставок. Кредитный цикл «застрял» в фазе кредитного сжатия.



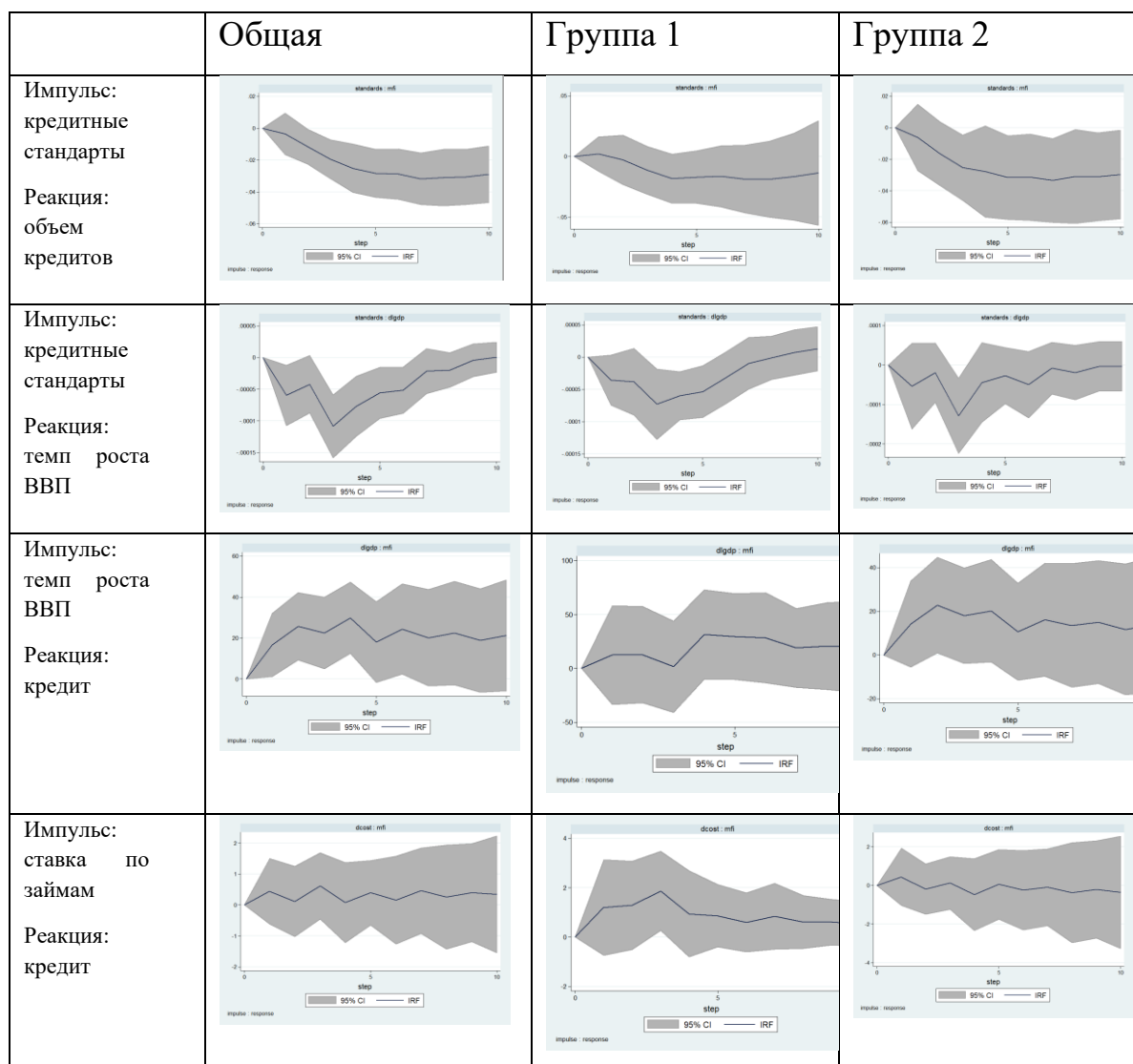
Несмотря на общий фон затянувшейся фазы кредитного сжатия во многих странах, колебания кредитного цикла в зависимости от макроэкономических переменных сохраняются. В последующем эконометрическом анализе для разделения стран на подвыборки были использованы также и другие критерии: разделение на кластеры, проведенное в [Григорьев, Павлюшина, 2018], произошедший долговой кризис, факт оказания международными организациями технической помощи.

### 3. Ужесточение финансового регулирования в отношении банковского сектора значительно повлияло на поведение кредитного цикла.

Объем выданных кредитов положительно зависит от ставки по займам, банки начали осуществлять рacionamento кредита с помощью требований к заемщикам.

Результаты анализа векторной авторегрессионной модели, построенной по европейским данным для двух выборок, представлены в функциях отклика (табл.1). Функция импульсного отклика показывает смоделированное изменение одной переменной на единовременный шок другой переменной. По оси абсцисс указано количество кварталов, прошедших после шока, по оси ординат – изменение переменной в каждый квартал. На графиках изображен точечный прогноз функции отклика и 95% доверительный интервал.

Таблица 1. Функции импульсного отклика в модели кредитного цикла ЕС, по оси абсцисс расположены кварталы после шокового события. Источник: составлено автором



- Для всех спецификаций объем кредитов и темпы роста ВВП отрицательно реагируют на импульс кредитных стандартов, правда для первой группы стран реакция кредитной активности на рост кредитных стандартов оказывается незначимой.
- Повышение темпов роста ВВП оказывает небольшое повышательное давление объем кредитов в общей спецификации и для второй группы стран (в первой группе влияние незначимое).
- Ставка процента оказывает статистически значимое хотя и небольшое влияние только в первой группе стран, во второй группе стран влияние незначимое. Вероятно, это объясняется двусторонней связью: с одной

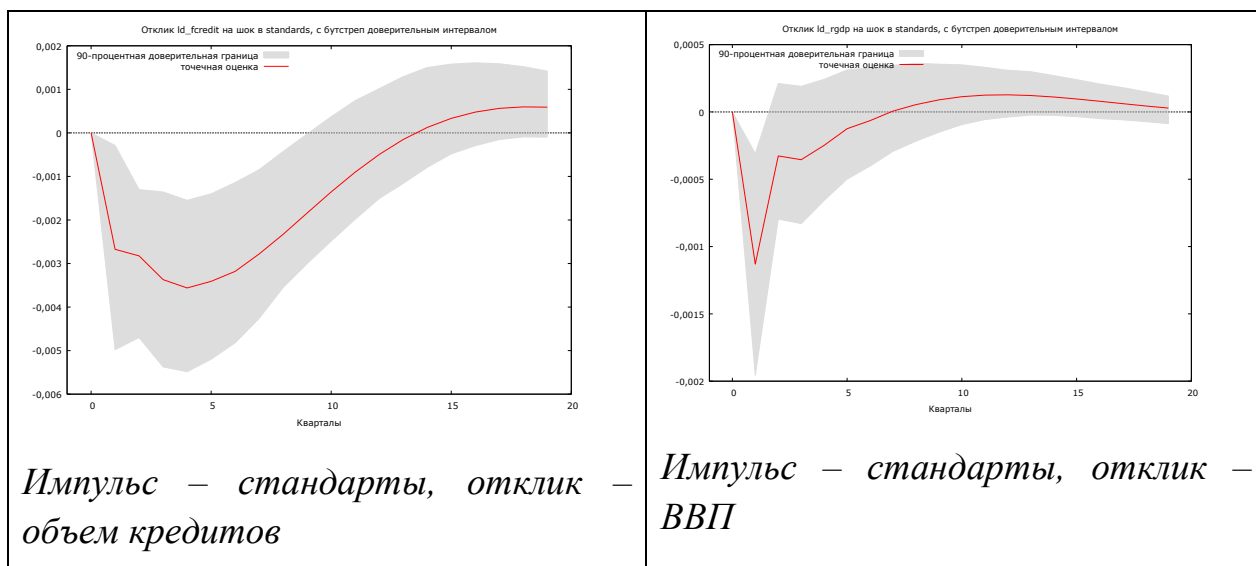
стороны повышение ставки процента оказывает понижательное влияние на спрос на кредиты, с другой стороны – повышательное давление на предложение кредитов.

Декомпозиция дисперсии позволяет сделать следующие выводы:

- Изменение кредитных стандартов (экзогенный импульс размером в одно стандартное отклонение) объясняет около 10% дисперсии объемов выданных кредитов на протяжении следующих трех лет в общей спецификации модели.

Анализ векторной авторегрессионной модели кредитного цикла США подтверждает выводы, сделанные на европейских данных. Объем выданных кредитов и темпы роста ВВП статистически значимо снижаются с ростом кредитных стандартов. В таблице 2 изображен точечный прогноз функции отклика и 95% доверительный интервал.

*Таблица 2. Функции импульсного отклика в модели кредитного цикла США, по оси абсцисс расположены кварталы после шокового события. Источник: составлено автором*



Гипотеза 1 (о рационаровании кредита) подтвердилась. В VAR-модели переменная ставки процента не имеет статистической значимости для объема выданных кредитов. Однако во всех моделях и спецификациях оказывается, что кредитные стандарты негативно влияют на кредитную активность: ужесточение кредитных стандартов вызывает статистически

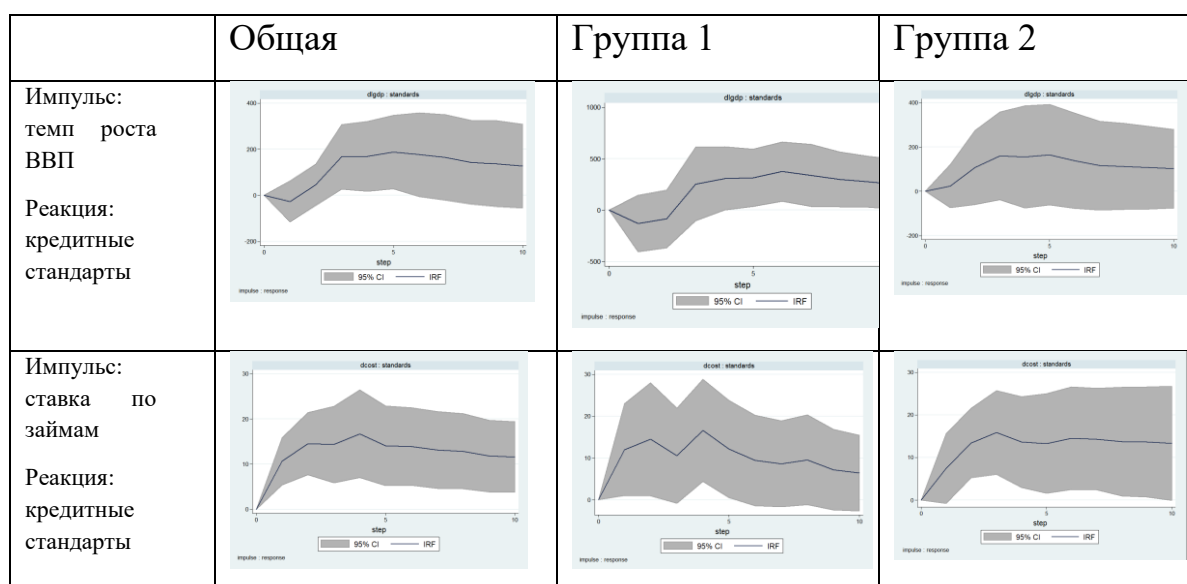
значимое для всех спецификаций замедление кредитной активности, а также сокращение темпов роста ВВП.

#### 4. Кредитные стандарты определяются как требованиями Базельского комитета по банковскому надзору экзогенными кредитному циклу, так и регулируются самими банками.

Банкиры формируют кредитные стандарты в ответ на изменение макроэкономических переменных. Введение базельских требований в свою очередь становится экзогенным шоком – или скорее набором экзогенных шоков – для переменной кредитных стандартов, то есть ужесточение кредитных стандартов происходит не в ответ на изменение макроэкономических переменных. Повышение кредитных стандартов негативно влияет на объемы кредита и темпы роста ВВП, поэтому необходимо их включение в модель кредитного цикла.

Результаты анализа векторной авторегрессионной модели представлены в таблице 3.

Таблица 3. Функции импульсного отклика в модели кредитного цикла ЕС, по оси абсцисс расположены кварталы после шокового события. Источник: составлено автором



- Повышение темпов роста ВВП оказывает статистически значимое положительное влияние на кредитные стандарты в общей спецификации и для первой группы стран (для второй группы влияние незначимое).

- Ставка по займам статистически значимо и положительно для всех спецификаций влияет на кредитные стандарты.

Декомпозиция дисперсии позволяет сделать следующие выводы:

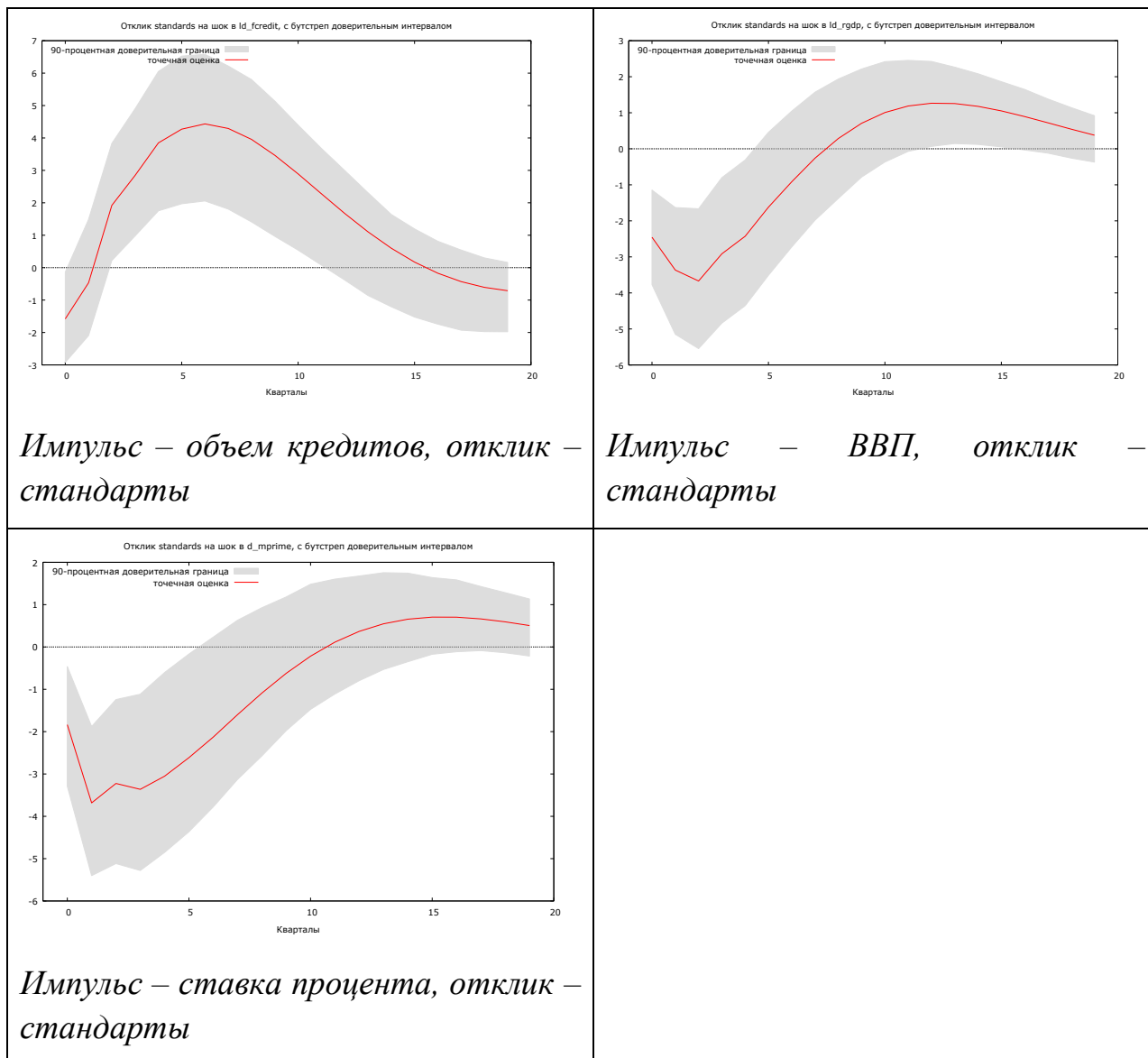
- Изменение стоимости заимствования объясняет около 14% дисперсии в уровне кредитных стандартов на протяжении следующих трех лет.

Формирование кредитных стандартов в США также происходит в зависимости от макроэкономических переменных, но направление влияния не всегда совпадает. На уровень кредитных стандартов значимо положительно влияет объем выданных кредитов, отрицательно влияет рост ВВП, но отрицательно влияет ставка по займам.

На графиках 5-9 изображен точечный прогноз функции отклика и 95% доверительный интервал.



Таблица 4. Функции импульсного отклика в модели кредитного цикла США, по оси абсцисс расположены кварталы после шокового события. Источник: составлено автором



Гипотеза 2 (о формировании кредитных стандартов) частично подтвердилась. Самым важным фактором, определяющим кредитные стандарты оказалась ставка по займам: с ростом ставки по займам кредитные стандарты растут в ЕС и снижаются в США. Кроме того, кредитные стандарты положительно и значимо реагируют на рост ставки на долговом рынке в ЕС. Как в ЕС, так и в США кредитные стандарты растут с ростом объема выданных кредитов, однако влияние темпов роста ВВП в их формировании в ЕС не наблюдается, только в США. Для стран ЕС оказывается, что эластичность кредитных стандартов по ставкам процента (и по займам, и на долговом рынке) значительно выше во второй группе стран.

## **5. Неравномерное ужесточение финансового регулирования в период 2009-2019 года создает регуляторный арбитраж.**

Затруднения с получением финансирования в банковском секторе стимулируют постепенный переход крупных нефинансовых компаний на долговой рынок в случае получения существенного объема средств. Малый и средний бизнес, а также бизнес в странах с менее развитым долговым рынком получает фондирование в теневом банковском секторе. Таким образом, капитал перетекает в менее зарегулированные сектора финансового рынка.

В новых пост-пандемийных условиях эта проблема может усугубиться. Для высокорейтинговых компаний останется возможность дешевого фондирования с помощью госпрограмм или получение финансирования на рынке с учетом возможности последующего выкупа бумаг центральным банком. В случае малого и среднего бизнеса после выхода из рецессии тех, кто сможет ее пережить, будет наблюдаться долгое восстановление инвестиционной активности: банковский сектор «зажат» регуляторными требованиями, собственных прибылей нет, долговой рынок труднодоступен, возможность получения финансирования остается только в теневом банковском секторе и на фондовом рынке. Если в предыдущие десятилетия премия за риск в облигациях среднего качества была распределена достаточно ровно по группам риска на грани инвестиционного и спекулятивного (BBB- и выше и BB+ и ниже), то теперь будет наблюдаться жесткий водораздел между эмитентами и выпусками, подлежащими рефинансированию в ЦБ и не подпадающими под доступ к «окну ликвидности». Вышеописанная проблема будет иметь большее значение для англо-саксонских рыночноцентричных экономик. В экономиках с континентальной моделью (континентальная Европа) проблема фондирования на долговом рынке для компаний будет ощутима в несколько меньшей степени в силу банкоцентричности экономик.

**Научная новизна.** Данное исследование вносит вклад в эмпирическую литературу, анализирующую поведение кредитного цикла после Великой рецессии и влияние ужесточения финансового регулирования на кредитную активность. Несмотря на повышенное внимание экономической дискуссии к теме кризиса и ужесточения финансового регулирования, в литературе отсутствуют эмпирические работы, исследующие влияние на кредитную

активность эндогенной кредитному циклу переменной кредитных стандартов.

1. В исследовании получены эмпирические подтверждения для гипотезы финансовой нестабильности Мински и предпосылки эндогенных финансовых стандартов Кротти: эконометрическое моделирование кредитного цикла для стран ЕС и США подтверждает негативное влияние введения повышенных кредитных стандартов на фазу кредитной экспансии с учетом эндогенного формирования переменной кредитных стандартов. Модель позволила эмпирически выявить различия в поведении стран, переживших долговой кризис (страны PIGS), и стран без долгового кризиса. Страны первой группы характеризуются более высокой скоростью трансмиссии шоков и ремиссии.
2. Анализ динамики кредитной активности проводится в новых для подобных исследований координатах «ставка процента - объем кредита». Это позволило разделить страны на группы в соответствии с поведением кредитного цикла: страны с нормальной кредитной активностью (например, Франция и Нидерланды), страны со стагнирующей кредитной активностью (например, Германия и Бельгия) и страны с падающей кредитной активностью (например, США и Португалия). Критерий поведения кредитной активности в зависимости от уровня ставок был использован при разделении стран на группы для эконометрического анализа.
3. На основе построенных эконометрических моделей кредитного цикла стран ОЭСР в исследовании построена стилизованная модель кредитного цикла после рецессии 2008-2009 года, объясняющая аномальное поведение кредита. Важными факторами формирования поведения кредитного цикла в период 2009-2019 стала монетарная политика и ужесточение финансового регулирования, проведенное после кризиса 2009 года.

**Апробация результатов исследования.** Основные положения диссертации были представлены на 5 научных конференциях: круглый стол "Исследования экономических циклов и кризисов в России" (РАНХиГС, Москва, 2016), II Бунатяновские чтения "Актуальность экономических кризисов: теория и практика" (РАНХиГС, Москва, 2016), XI международная конференция «Российские регионы в фокусе перемен»

(УРФУ, Екатеринбург, 2016), международный форум «Euro-Asia Forum in Politics, Economics and Business» (ЕАФРЕВ, Стамбул, 2017), XIX Апрельская международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества (НИУ ВШЭ, Москва, 2018).

Ключевые положения диссертации использовались в учебном процессе в Национальном исследовательском университете «Высшая школа экономики» при преподавании дисциплин «Введение в мировую экономику», «Международные финансы», «Мировая экономика: изменения после кризиса 2008-2009».

## **СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ**

*Статьи, опубликованные в журналах, индексируемых в библиографической базе данных Scopus:*

Подругина А. В., Трансформация кредитного цикла стран ЕС после Великой Рецессии// Экономическая политика. 2021. Т. 16. № 4. С. 8-41.

Подругина А. В., Табах А. В. Будущий кредитный цикл: угроза новой «эвтанизии рантье» // Экономический журнал Высшей школы экономики. 2020. Т. 24. № 4. С. 598-621

Подругина А. В., Табах А. В. Финансовые рынки: от «трагедии общин» к сбалансированному регулированию // Вестник международных организаций: образование, наука, новая экономика. 2020. Т. 15. № 2. С. 173-190

*Статьи, опубликованные в журнале, входящем в список журналов высокого уровня НИУ ВШЭ:*

Подругина А. В., Табах А. В. Наднациональное мегарегулирование: зарубежный опыт и перспективы ЕАЭС // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. 2015. № 4. С. 122-143.

Джагитян Э. П., Подругина А. В., Стрельцова С. Б. Инвестиционные банки США в свете посткризисной реформы международного банковского регулирования // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. 2020. № 1. С. 21-40.

*Другие работы, опубликованные по теме диссертации:*

Подругина А. В. Ужесточение финансового регулирования: влияние на кредитный цикл США. Мир новой экономики. 2018;12(3):68-81.

Григорьев Л. М., Подругина А. В. Особенности циклических колебаний после Великой рецессии // Проблемы теории и практики управления. 2016. № 6. С. 57-66.

Табах А. В., Подругина А. В. Современные тенденции международного финансового регулирования: влияние на мировую экономику // Вестник УрФУ. Серия: Экономика и управление. 2016. № 5