

РАЗВИТИЕ ТЕОРИИ ФИНАНСОВОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ И СОВРЕМЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ***Марина Юрьевна МАЛКИНА^{а,*}, Антон Олегович ОВЧАРОВ^б**

^а доктор экономических наук, профессор кафедры экономической теории и методологии, руководитель Центра макро- и микроэкономики, Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского — Национальный исследовательский университет, Нижний Новгород, Российская Федерация
mmuri@yandex.ru
<https://orcid.org/0000-0002-3152-3934>
SPIN-код: 5055-0218

^б доктор экономических наук, профессор кафедры бухгалтерского учета, Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского — Национальный исследовательский университет, Нижний Новгород, Российская Федерация
anton19742006@yandex.ru
<https://orcid.org/0000-0003-4921-7780>
SPIN-код: 4115-9065

* Ответственный автор

История статьи:

Получена 11.03.2019
Получена в доработанном виде 25.03.2019
Одобрена 08.04.2019
Доступна онлайн 28.06.2019

УДК 336.01

JEL: C58, E44, G01

Аннотация

Предмет. Обобщение теоретических подходов российских и зарубежных авторов к пониманию сути, причин и особенностей финансовой неустойчивости. Финансовая неустойчивость российской экономики и ее индикаторы.

Цели. Систематизация современных теорий финансовой неустойчивости и оценка ключевых индикаторов неустойчивости российской экономики.

Методология. Используются общенаучные методы анализа, сравнения, обобщения, а также статистические методы обработки экономических данных.

Результаты. Выделены группы базовых дисбалансов, препятствующих устойчивому функционированию экономики. Показаны взаимосвязь неустойчивости и инноваций, роль глобализации в распространении кризисов, особенности принятия решений экономическими агентами в условиях неустойчивости, влияние финансовой либерализации на неустойчивость. Для российской экономики представлены индикаторы, сигнализирующие о сильном воздействии факторов неустойчивости на бюджетную и денежно-кредитную политику.

Выводы. Обнаружены сложные взаимосвязи между процессами в неустойчивой экономике, инструментами финансового рынка, глобальными дисбалансами и поведением экономических агентов. В российской экономике действует целый блок факторов (падение реальных доходов населения и рост уровня бедности, рост нефтегазового дефицита и неэффективность бюджетных расходов, высокая волатильность фондовых индексов и курса рубля и др.), которые говорят о продолжающейся рецессии и о невозможности выйти на траекторию роста.

Ключевые слова:

финансовая неустойчивость, поведением экономических агентов. В российской экономике действует целый блок факторов (падение реальных доходов населения и рост уровня бедности, рост нефтегазового дефицита и неэффективность бюджетных расходов, высокая волатильность фондовых индексов и курса рубля и др.), которые говорят о продолжающейся рецессии и о невозможности выйти на траекторию роста.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2019

Для цитирования: Малкина М.Ю., Овчаров А.О. Развитие теории финансовой неустойчивости и современные проблемы российской экономики // *Финансы и кредит*. — 2019. — Т. 25, № 6. — С. 1230 — 1248.
<https://doi.org/10.24891/fc.25.6.1230>

Введение

Финансовая неустойчивость внутренне присуща современным экономическим системам и может иметь разные проявления.

Экономические кризисы часто являются уникальными, не имеющими аналогов в истории и требующими каждый раз новых рецептов их преодоления.

Экономисты так и не пришли к единому мнению о том, что следует понимать под

* Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта № 19-010-00716.

финансовой нестабильностью экономики. Согласно макроэкономическому подходу финансовая нестабильность означает потерю устойчивости экономической системы, смену режимов ее функционирования. Ухудшение основных макроэкономических параметров (темпов экономического роста, занятости и пр.), условий кредитования, обесценение активов (в том числе выражающееся в падении фондовых индексов), рост частного и государственного долгов, девальвация национальной валюты, банкротство предприятий реального и финансового секторов экономики выступают в качестве индикаторов перехода экономики к кризисному состоянию. В то же время рост текущей волатильности фондовых индексов и курса национальной валюты, краткосрочных процентных ставок и масштабов кредитования может свидетельствовать о турбулентном состоянии экономики даже тогда, когда общая тенденция (спада или подъема) не является явно выраженной.

В данной статье мы ставим цель обобщить теоретические подходы к пониманию сути и причин финансовой нестабильности и в этом контексте кратко оценить ситуацию в современной российской экономике.

Финансовая нестабильность экономических систем: обзор теоретических подходов

После кризиса 2008—2009 гг. в зарубежной литературе стал весьма распространенным подход к изучению финансовой стабильности как общественного блага, а также главной цели экономической политики государства [1].

В одном из обзоров финансовой стабильности¹ было предложено разграничение двух подходов к ее определению. Согласно первому подходу, исходящему от обратного, финансовая нестабильность означает возникновение рисков ухудшения функционирования реального сектора экономики, в том числе по причине волатильности финансовых рынков и

неспособности финансовых организаций погашать свои обязательства. Заметим, что в данном подходе автор делает акцент на одностороннем влиянии финансового сектора на состояние реального сектора экономики, хотя в действительности присутствует двустороннее взаимодействие. Согласно второму подходу финансовая стабильность означает способность системы выполнять свои ключевые функции, абсорбировать внутренние и внешние шоки, оставаться при этом внутри некой зоны устойчивости и не наносить существенного ущерба реальному сектору экономики. Использование данного подхода требует определения зоны устойчивости, а также границ существенности ущерба. Кроме того обратим внимание на то, что экономическая система может не только гасить дисбалансы, но и накапливать их до определенной границы терпения, на что мы, в частности, указывали в нашей работе².

Автором глобального подхода к финансовой неустойчивости является Хайман Мински. Его концепция, изложенная в фундаментальном труде «Стабилизируя нестабильную экономику» (1986 г.), не сразу получила должное признание в академических кругах, однако вызвала широкую дискуссию в период кризиса 2008—2009 гг. (спустя 12 лет после смерти автора). Позиция Х. Мински основана на фундаментальных трудах Дж.М. Кейнса. Однако если Дж.М. Кейнс придавал большое значение влиянию психологических факторов (ожиданий) на принятие решений, то в концепции Х. Мински скорее присутствуют рационально мыслящие субъекты, меняющие свое поведение в зависимости от общей ситуации. Между тем, следует отметить родство концепции Х. Мински с развивавшимися в то же время (когда творил сам Х. Мински) идеями Ч. Кинделбергера, который описал причины и механизмы широкомасштабных мировых спекуляций и биржевых маний. Первая книга Ч. Кинделбергера «Мании, паники и крахи» была издана в 1978 г., а ее обновленные версии выходили уже после смерти автора в

¹ Кормилицына И.Г. Финансовая стабильность: сущность, факторы, индикаторы // *Финансы и кредит*. 2011. № 35. С. 44—54.

² Малкина М.Ю. Инфляционные процессы и денежно-кредитное регулирование в России и за рубежом: учеб. пособ. М.: ИНФРА-М, 2012. 309 с.

соавторстве с продолжателем идей Р. Алибером, который, собственно, и усилил связь между концепциями Ч. Кинделбергера и Х. Мински [2].

Концепция Х. Мински также имеет много общего с Австрийской теорией бизнес-циклов (Austrian Business Cycle (ABC) theory), согласно которой стимулирующая монетарная политика приводит к снижению процентных ставок, выдаче необеспеченных кредитов, спекулятивному спросу на деньги и формированию финансовых пузырей.

Сквозной темой исследований Х. Мински была взаимосвязь финансов, инвестиционной активности и деловых циклов. Согласно идее автора динамика капиталовложений, определяющая смену стадий делового цикла, во многом зависит от режимов финансирования этих инвестиций. Х. Мински выделял три типа таких режимов: обеспеченное финансирование, спекулятивное финансирование и понци-финансирование. Чередующаяся смена режимов соответствует определенной фазе цикла и характеру экономической динамики. По словам самого Х. Мински, экономика имеет режимы финансирования, при которых она стабильна, и режимы финансирования, при которых она нестабильна [3]. Например, обеспеченное финансирование преобладает в фазе оживления, а понци-финансирование (сверхрисковые финансовые спекуляции) обусловлено переходом от фазы бума к фазе спада и кризиса. Причем особенность кризисов заключается в том, что они вызваны не только неблагоприятными изменениями в поведении и ожиданиях экономических агентов, но и в объективной неспособности компаний к погашению своих долгов перед финансовым сектором.

Гипотезу Х. Мински афористично сформулировал И.В. Розмаинский — «стабильность дестабилизирует» [4]. Стабильность сама естественным образом поощряет более рискованное инвестиционное поведение, направленное на поиск дополнительных доходов, и подготавливает условия для выхода экономики из состояния равновесия [5]. Таким образом,

нестабильность внутренне присуща рынку — современная экономика не может непрерывно обеспечивать как устойчивые стимулы к осуществлению инвестиций, так и стабильное их финансирование. Кроме того, чередование фаз цикла с меняющимся характером финансирования приводит к колебаниям ликвидности балансов компаний, тем самым делая финансовую систему все более и более хрупкой. Так, развивая гипотезу Х. Мински, Д. Силипо выделяет два фактора, приведшие к кризису 2008—2009 гг.: изменение индивидуального и системного поведения и изменение структур финансового рынка [6].

Концепция Х. Мински основана на эндогенном происхождении финансовой нестабильности, в то время как альтернативным направлением является экзогенное объяснение нестабильности. Ряд авторов связывают возникновение кризисов с экономической политикой государства, в частности, с предшествующей им денежно-кредитной экспансией [7]. Также альтернативное объяснение великой рецессии 2008 г. дал Дж. Крегель [8], обвинив в ее инициации рейтинговые агентства, которые допустили заниженную или неправильную оценку рисков, тем самым запутывая ожидания экономических агентов.

Следует отметить, что эмпирическая проверка гипотезы Х. Мински в новейшей истории осуществлялась для разных стран (для Юго-Восточной Азии — [9], для Греции — [10]). Кроме того, Р. Маллиган провел тестирование в разрезе укрупненных видов деятельности (секторов) экономики для предприятий Северной Америки и пришел к выводу о том, что уровень спекулятивного и Понци-финансирования, согласно разным критериям, в секторах экономики различалась существенно [11].

Проверка гипотезы Х. Мински осуществлялась и для российской экономики. Так, М. Столбов негативные тенденции в деятельности отечественных банков и предприятий в 1998—2008 гг. (рост рискованных операций банков и снижение финансовой устойчивости предприятий) расценил как переход от режима обеспеченного финансирования к

спекулятивному и понци-финансированию [12]. Анализ развития российской экономики в 2000-е гг. позволил М. Столбову сделать вывод о том, что причины возникновения кризиса в 2008 г., несмотря на экономический рост, все же существовали. По его мнению, за 1,5–2 года до кризиса началась «эрозия стабильности» на финансовых рынках, распространившись затем и на реальный сектор. Причем нарастание нестабильности — это результат негативных внутренних процессов в экономике России, а не отклик на внешний шок, вызванный спадом в развитых экономиках [12].

В своей концепции Х. Мински утверждал, что компаниям на стадии спекулятивного финансирования приходится брать новые кредиты для погашения старых займов. Кроме того, они вынуждены использовать разные механизмы преобразования краткосрочных пассивов в долгосрочные активы [3]. Одним из современных механизмов такого преобразования является секьюритизация активов, основанная на привлечении средств фондового рынка для кредитования долгосрочных проектов под залог реальных активов. При этом обеспечением по выпускаемым ценным бумагам служит уже объединенный портфель реальных активов, диверсификация которого позволяет нейтрализовать специфические риски, исходящие от индивидуальных заемщиков. Однако секьюритизация не позволяет нейтрализовать системный рыночный риск и выступает серьезным фактором финансовой нестабильности. Ее негативную роль Х. Мински предсказал еще в статье 1987 г. [13].

В своем исследовании А. Смирнов рассматривает макрофинансовую модель, характерную для европейской банковской системы 2000-х гг., в которой оплата существующих долгов посредством эмиссии новых займов приводит к значительному «разбуханию» банковской системы, раздуванию финансового пузыря (благодаря резкому увеличению совокупной задолженности и финансового леввериджа), появлению «токсичных» (невозвратных)

долгов. В конечном счете это дестабилизирует всю экономическую систему, повышает вероятность дефолта [14].

Про избыточный левверидж (отношение заемного капитала к собственным средствам) как базовый дисбаланс между капиталом финансовых институтов и размером активов, которыми они управляют, указывали в контексте анализа мирового кризиса 2008 г. Л. Григорьев и М. Салихов [15]. На наш взгляд, описание глобальных дисбалансов — это один из подходов к выявлению причин финансовой нестабильности наряду с другими идеями, такими как неэффективная политика национальных регуляторов и международных финансовых институтов, недостаточный уровень информационной открытости участников финансовых рынков, синхронизация ожиданий экономических агентов, значительный рост использования производных финансовых инструментов.

В этом плане следует обратить внимание на указанные А. Улюкаевым и М. Куликовым группы дисбалансов, препятствующие устойчивому функционированию экономики [16]. Речь идет прежде всего о глобальном характере финансовых рынков и национальных особенностях их регулирования. Мировые финансовые инновации распространяются очень быстро, а национальное законодательство и регулирование часто не успевают за этими процессами. Кроме того, снятие локальных угроз сегодня не может гарантировать устойчивость глобальной системы, так как низкие локальные риски могут соседствовать с высокими глобальными. Если раньше считалось, что для преодоления локальных кризисов достаточно иметь структурные инструменты перераспределения рисков, которые на глобальном уровне не будут слишком велики, то в современных условиях (после мирового кризиса) это уже не работает. Наконец, еще один дисбаланс — это разделение мировой экономики на полюс потребления и полюс сбережения. В данном случае имеется в виду, что одни страны могут наращивать свой экспорт и вкладываться в долги других стран, имеющих низкую норму

сбережений (авторы приводят примеры с Китаем и США, на цифрах это показано в работе М. Ершова [17]). От себя добавим, что о дисбалансе можно говорить не только с точки зрения сбережений и долгов, но и в более широком социально-экономическом смысле — как о проблеме противоречий экономических интересов и неравенства возможностей в плане их реализации, что также может выступать фактором нестабильности.

Дисбалансы усиливают нестабильность и повышают вероятность наступления финансовых кризисов. Существуют модели кризисов, обусловленные наличием внешних и внутренних дисбалансов, описанные в работе Э. Рустомова [18]. Так, классическим примером считается модель валютного кризиса П. Кругмана, описывающая влияние бюджетного дисбаланса (дефицита) на валютный курс в условиях, когда бюджетный дефицит покрывается за счет эмиссии, а центральный банк поддерживает фиксированный курс. В этой ситуации неизбежны исчерпание валютных резервов страны и ожидания девальвации. Поэтому оптимальной стратегией для игроков на валютном рынке становится проведение упреждающих спекулятивных атак на курс, которые по мере уменьшения резервов будут все сильнее и сильнее девальвировать национальную валюту. Кризис неизбежен, и даже повышение процентных ставок способно лишь ненадолго отложить его начало. Кроме того, Э. Рустомов выделяет модели, основанные на неэффективном сочетании шоков и негибкой политики, и поведенческие теории, связывающие возникновение кризисов с проблемой синхронизации ожиданий экономических агентов.

Следует отметить и такой немаловажный аспект, как взаимосвязь нестабильности и финансовых инноваций. И. Стрелец и М. Столбов указывают на двойственность проявления такой связи [19]. С одной стороны, финансовые инновации являются неотъемлемой частью современной финансовой системы. При анализе классификации финансовых инноваций из шести типов,

предложенной К. Перес, становится ясно, что как минимум три группы создают условия для устойчивого развития предпринимательства. Например, финансовые инновации группы А призваны привлекать крупные инвестиции и хеджировать риски, группы С — продвигать технологии и развивать финансовый сервис для клиентов [20]. До мирового кризиса 2008 г. финансовые инновации даже рассматривались как способ сглаживания экономической нестабильности. Так, многие американские компании благодаря появлению новых видов долговых обязательств получили доступ к кредитам, что способствовало повышению их устойчивости и эффективности управления. Кроме того, уменьшилась зависимость уровня текущего потребления от доходов домохозяйств [21], то есть сократилась волатильность частного потребления, одного из самых крупных компонентов ВВП.

С другой стороны, кризис 2008 г. изменил точку зрения на роль финансовых инноваций в поддержании стабильности. Многие стали считать именно их (например, кредитно-дефолтные свопы (CDS), рынок которых в 2007—2008 гг. оценивался в 50—60 трлн долл. США [22]) главным драйвером кризиса. Оказалось, что деривативы, будучи инструментом страхования и перераспределения риска, сами несут в себе большие риски, которые моментально превращаются в «снежный ком нестабильности» при ухудшении ситуации на долговом рынке.

В этой ситуации, как справедливо отмечают И. Стрелец и М. Столбов [19], оправданно оценивать влияние финансовых инноваций на экономическую стабильность в зависимости от того, как в той или иной стране сочетаются разные виды инноваций, насколько эффективно они позволяют управлять рисками, стимулировать реальный сектор и т.п. Другими словами, стабильность экономики в определенной степени будет зависеть от структуры и опыта использования финансовых инноваций.

Еще одним теоретическим подходом к финансовой нестабильности является изучение особенностей принятия решений

хозяйствующими субъектами в рамках поведенческих финансов. Эта концепция делает акцент на иррациональности экономических агентов, влиянии эмоций на их поведение. Когнитивные ограничения агентов, принимающих решения, ставят их поведение в зависимость от способов конструирования ситуации (фреймов) и эвристических практик. Эмоциональное возбуждение на фоне появления новых рыночных возможностей во время подъема приводит к маниакальной эйфории, которая сменяется паникой в период проседания рынка. Известный специалист в области посткейнсианской экономики Ш. Доу предприняла попытку соединения ключевых аспектов концепции финансовой нестабильности Х. Мински с теоретическими постулатами современной поведенческой экономики [23]. Автор связывает бум в экономике с уменьшением неопределенности и общей недооценкой риска. Ухудшение экономической ситуации усиливает неопределенность, что негативно влияет на оценку активов и увеличивает предпочтение ликвидности экономическими агентами. Также важную роль в поведенческих механизмах развертывания кризисов принадлежит так называемым самосбывающимся ожиданиям (*self-perpetuating expectations*) экономических субъектов.

В современной литературе отдельно изучается влияние процессов глобализации на распространение кризисов между странами и регионами. Существует целый пласт исследований, посвященных изучению эффектов перелива (*spillover effects*) внутри страны между секторами и регионами и механизмов заражения (*contagion*) экономик других стран [24]. Этот подход в экономической литературе даже уже получил свое собственное название — «эпидемиологический», и, как правило, он основан на изучении сетевых взаимосвязей. Заметим, что более ранним аналогом эффекта заражения в литературе был так называемый эффект домино. Зарубежные экономисты выделяют несколько каналов, по которым происходит передача финансового заражения: контрактный, информационный и

психологический (через ожидания). Кроме того, рассматриваются четыре канала заражения через банковские балансы (*banks' balance sheet channel*), связанные: 1) с обесценением активов, которыми владеют банки; 2) с подрывом взаимного кредитования/заимствования банков; 3) с раскрытием информации об обесценении активов одного из банков, что может негативно повлиять на аналогичные банки; 4) с незамедлительной распродажей неликвидных активов, что может повлиять на их цены и вынудить другие банки к распродажам подобных активов [25].

Следует также выделить исследования, посвященные изучению влияния финансовой либерализации рынков на финансовую нестабильность. Большинство экономистов сходятся во мнении, что либерализация финансовых рынков способствует их развитию, но в то же время усиливает хрупкость и нестабильность финансовой системы. В частности, в работе [26], посвященной анализу 41 африканской страны в 1995—2010 гг., обнаружена тройственная прямая связь между финансовой либерализацией, экономическим ростом и финансовой нестабильностью. В то же время в другом исследовании, основанном на данных стран Евросоюза [27], авторы доказали негативное влияние финансовой нестабильности на экономический рост. В работе [28] показано, что предшествовавшее кризису 2008—2009 гг. дерегулирование финансовой системы, вместе со стимулирующей макроэкономической политикой в развитых странах юга Европы, способствовало усилению рискованного инвестирования крупных корпораций.

В качестве методов борьбы с финансовой нестабильностью различные авторы предлагают меры как национального, так и наднационального регулирования. Так, в банковской сфере роль наднационального регулятора приписывается уже действующему Совету по финансовой стабильности [29]. В то же время М. Ершов, наоборот, делает акцент на необходимости создания внутренних

механизмов, способных ослабить негативное влияние тенденций мировой конъюнктуры на отечественную экономику. Эти механизмы, в частности, должны быть направлены на мобилизацию внутренних источников финансирования в условиях кризиса [17].

Итак, согласно большинству подходов, финансовая нестабильность не сводится исключительно к нестабильности самой финансовой системы, а означает изменение режима ее взаимодействия с реальным сектором экономики. Предпосылки нестабильности вызревают уже в период подъема, когда происходит разбухание финансовых активов, появляются рискованные финансовые инновации, изменяется поведение игроков финансового рынка, в экономике нарастают дисбалансы, и все это поддерживается общим дерегулированием финансовой сферы. В то же время финансовая нестабильность проявляет себя в полной мере в период спада, когда институты, структуры и активы финансовой системы периода экономического подъема оказываются не соответствующими новому состоянию экономики.

В связи с этим представляет особый практический интерес анализ проявления нестабильности в различных сферах российской экономики после кризиса 2008—2009 гг.

Проявления финансовой нестабильности в современной российской экономике

После кризиса 2008—2009 гг. российская экономика пережила период небольшого восстановления. Однако негативные тенденции возобновились в 2014—2016 гг., и в основном они были связаны с введением санкционных режимов. В 2017—2018 гг., согласно данным официальной статистики, началось некоторое оживление российской экономики, наметились позитивные тенденции. Но в целом, согласно большинству индикаторов, экономика продолжает находиться в состоянии рецессии.

Назовем индикаторы неустойчивого финансового состояния современной российской экономики³.

1. *Повышенная волатильность финансовых рынков*, проявляющих чувствительность как к большим колебаниям цен на нефть, так и к новостному фону (объявлениям о введении нового пакета санкций или, напротив, ослаблении санкционного режима). На *рис. 1* демонстрируются совместные колебания коэффициентов вариации четырех показателей финансового рынка: индекса РТС, валютного курса рубля относительно доллара США, цены на нефть и ставки межбанковского рынка MosPrimeRate. Коэффициенты вариации рассчитывались нами на основе 60-дневных значений методом скользящего, при этом относились к концу каждого периода. Прежде всего на *рис. 1* видны всплески волатильности в 2008—2009 и 2014—2015 гг. Но также отмечается всплеск 2018 г., относящийся главным образом к цене на нефть, которая продолжает выступать важным индикатором состояния российской экономики.

2. *Нестабильное состояние государственных финансов*. Динамика дефицита консолидированного бюджета РФ отражена на *рис. 2*. Заметим, что по международным меркам дефицит в пределах 3—4% ВВП не считается существенным. Однако при сложившемся уровне мировых цен на нефть он явно избыточен, о чем свидетельствует так называемый нефтяной дефицит, размер которого в последние годы составлял уже гораздо более внушительную величину — 8—10% ВВП (подробнее см. *рис. 2*).

Ситуацию осложняет и крайне малая эффективность бюджетных расходов. Результаты исследования ученых ВШЭ показали, что Россия занимает низкие места в рейтинге стран, сходных с ней по уровню развития, по показателям эффективности государственных расходов как в целом, так и по отдельным их видам (например, по результативности выполнения бюджетным сектором своих макроэкономических

³ Здесь и далее используются официальные данные Росстата. URL: <http://www.gks.ru>

функций — 22-е место из 25 стран) [30]. Причем структурных сдвигов в пользу «производительных» бюджетных расходов так и не произошло, до сих пор мы имеем низкую долю трат на человеческий капитал, инфраструктуру, исследования и разработки.

Неоднозначно оценивается и рост в последнее время государственного внутреннего долга (в 2009 г. он составлял 4,6% ВВП, в 2016 г. — уже 8,9%, правда в 2018 г. он снизился до 7,9%). Однако рост внутреннего долга происходил на фоне уменьшающегося государственного внешнего долга (с 01.01.2014 по 01.01.2019 его объем сократился на 11,9%). В то же время следует отметить существенное уменьшение внешнего долга негосударственного сектора. Например, банки с 01.01.2014 по 01.10.2018 сократили внешний долг на 57%, а прочие секторы экономики — на 26,7%⁴. Эти явления свидетельствуют о растущей автономии финансовой системы России, что усиливает ее независимость от настроений внешних инвесторов и валютных рисков и в определенной степени повышает устойчивость. Однако они могут означать и снижение гибкости российской финансовой системы, что неизбежно скажется на ее эффективности (по отдельным параметрам внешние заимствования могут быть более привлекательными для отечественных инвесторов, по сравнению с внутренними заимствованиями).

3. Нестабильность банковской системы. Она выражается в больших колебаниях показателей достаточности капитала, ухудшении финансовых показателей банковского сектора, финансовой несостоятельности ряда крупных банков и резком сокращении общего числа кредитных организаций (с 956 на 01.01.2013 до 484 на 01.01.2019, то есть почти вдвое за шесть лет). Так, рентабельность банковских активов в 2018 г. была в два раза меньше, чем в 2007 г. (1,5% против 3%), а в кризисном 2015 г. она и вовсе составляла 0% (рис. 3).

В последние годы уменьшалась доля кредитования в активах банковского сектора (с 2008 по 2018 г. она снизилась с 63,2% до

55,7%). При этом увеличивалась доля в банковских активах межбанковских кредитов, что свидетельствует о перераспределении финансовых ресурсов внутри самого банковского сектора [31]. Рост вложений банков в гособлигации и облигации Банка России (ОБР), а также средств кредитных организаций на депозитных счетах в Банке России, особенно за последние два года (рис. 3), с одной стороны, увеличивает ликвидность активов банковского сектора, создает подушку безопасности банковского сектора. С другой стороны, такая тенденция может свидетельствовать о низком спросе на кредиты и о повышенных рисках кредитования. Согласно рассмотренному исследованию Ш. Доу, рост ликвидности в экономике вообще может быть предвестником кризиса.

4. Ухудшение некоторых показателей сферы международных финансов. Так, индикатором нестабильности может служить уменьшение счета текущих операций платежного баланса. Действительно, в 2008 г. сальдо счета текущих операций платежного баланса РФ составляло 103,9 млрд долл. США, в 2012 г. — уже 71,3 млрд, а в 2017 г. — 33,3 млрд долл. США. Кроме того, его значение сильно колебалось все эти годы. Одной из главных причин сокращения счета текущих операций было резкое падение внешнеторгового оборота (и экспорта, и импорта товаров и услуг) в 2014–2016 гг., хотя сальдо торгового баланса все годы оставалось положительным (рис. 4). В то же время сокращение внешнего долга России, отказ центрального банка от валютных интервенций для поддержания курса рубля, а также рост международных резервов (за четыре года с 01.03.2015 по 01.03.2019 они выросли на 34%) уменьшили зависимость страны от притока иностранной валюты из-за границы. Однако это сохраняет свое значение, пока существует относительная стабильность ожиданий ключевых игроков валютного рынка относительно будущего курса рубля. В будущем какое-либо серьезное негативное событие может вызвать срабатывание эффекта спускового крючка (trigger effect), привести к смене настроений и спекулятивной атаке на рубль.

⁴ Здесь и далее данные Банка России.
URL: <https://www.cbr.ru/statistics>

Следует также отметить взаимосвязь финансовой устойчивости российской экономики с состоянием ее реального сектора. Взаимодействие этих секторов происходит как через канал спроса на новые финансовые ресурсы, так и по линии оплаты старых долгов, а также предоставления разного рода банковских услуг. Индикаторами этого состояния, свидетельствующими в пользу продолжающейся рецессии в российской экономике, выступают:

- 1) низкие темпы экономического роста. Согласно данным официальной российской статистики, за семь лет (2012–2018 гг.) общий прирост реального ВВП в стране составил меньше 8% (при этом 1,6% пришлось на 2017 г. и 2,3% — на 2018 г.). За те же семь лет мировой ВВП в реальном выражении, по данным Всемирного Банка, увеличился на 21,2%, причем в последние два года среднемировой темп экономического роста составлял около 3% ежегодно⁵;
- 2) падение реальных доходов населения, происходившее ежегодно начиная с 2014 г. За четыре года (2014–2017 гг.) реальные располагаемые доходы населения в общей сложности уменьшились более чем на 10,5%. Уровень бедности увеличился с 10,7% в 2012 г. до 13,3% в 2017 г. Другой показатель бедности — дефицит денежного дохода, то есть дефицит средств, необходимых для доведения доходов до прожиточного минимума, — увеличился с 0,5% ВВП в 2012 г. до 0,8% ВВП. В этой ситуации ждать стимулирования отечественного производства по линии внутреннего спроса на продукцию не приходится;
- 3) сохранение высоких инфляционных ожиданий. За пять лет (2014–2018 гг.) цены на потребительском рынке выросли на 41,6% (при этом наибольший вклад в этот рост внесли 2014 и 2015 г., когда наблюдалось значительное увеличение темпов инфляции). Инфляционные ожидания влияют на спрос на

альтернативные финансовые активы (в частности, иностранную валюту), а фактический уровень инфляции определяет спрос на потребительские и инвестиционные блага.

Высокие риски разгона инфляции вынудили в 2018 г. Банк России перейти к осторожному повышению ключевой процентной ставки (дважды: в сентябре и в декабре 2018 г. — с 7,25% до 7,5% и 7,75%). Однако рост процентной ставки усиливает привлекательность операций carry trade и финансовых спекуляций на российском фондовом рынке. По мнению экспертов, вкупе с повышением НДС и колебаниями курса рубля это также негативно скажется на инвестиционном и потребительском спросе и будет сдерживать рост экономики в целом [32].

Перечисленными проблемами оценка ситуации в экономике России, конечно, не исчерпывается. В целом они свидетельствуют о том, что российская экономика пока не вышла на траекторию устойчивого развития.

Заключение

Проведенный нами анализ теоретических подходов и эмпирических исследований российских и зарубежных авторов свидетельствует о том, что финансовая нестабильность не является какой-то изолированной стадией экономического развития, а вызревает внутри стабильности (на что сделал особый акцент Х. Мински). Она означает сопряженность изменений в финансовом и реальном секторах экономики и передачу финансового заражения по разным каналам. Финансовая нестабильность включает в себя, по крайней мере, институциональный, структурный, балансовый, поведенческий и регулятивный аспекты. Результатом ее проявления становится как несостоятельность прежних финансовых институтов и переоценка рисков финансовых инноваций, нарушение основных балансов и структурная перестройка экономики, так и изменение поведенческих практик и государственного регулирования. Исследование развития российской экономики после кризиса 2008 —

⁵ Рассчитано авторами на основе данных Всемирного Банка: URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>

2009 гг. свидетельствует о том, что в целом произошло ее приспособление к рецессионному режиму функционирования. В некоторых сферах (состояние финансовых рынков, банковской системы, госфинансов) остаются очаги нестабильности, в других произошло

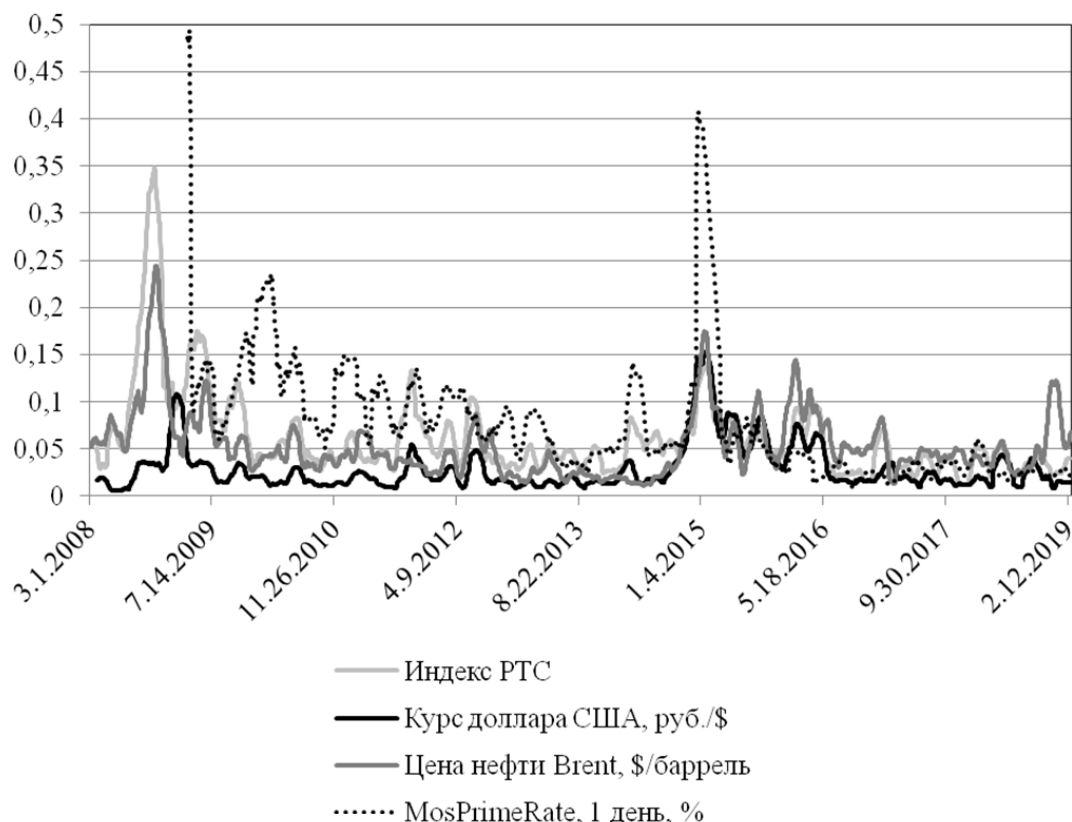
накопление прочности при определенной утрате гибкости (уменьшение внешнего долга, рост иностранных резервов страны). Однако российская экономика пока не вышла на новую траекторию устойчивого развития, чему также препятствует ряд геополитических проблем.

Рисунок 1

Волатильность основных показателей финансового рынка РФ

Figure 1

Volatility of main indicators of the Russian financial market



Источник: расчеты авторов на основе официальных данных Банка России:

URL: <https://www.cbr.ru/statistics/default.aspx>; Московской биржи: URL: <https://www.moex.com/ru/index/RTSI>; финансового портала Investing.com: URL: <https://ru.investing.com/commodities/brent-oil>

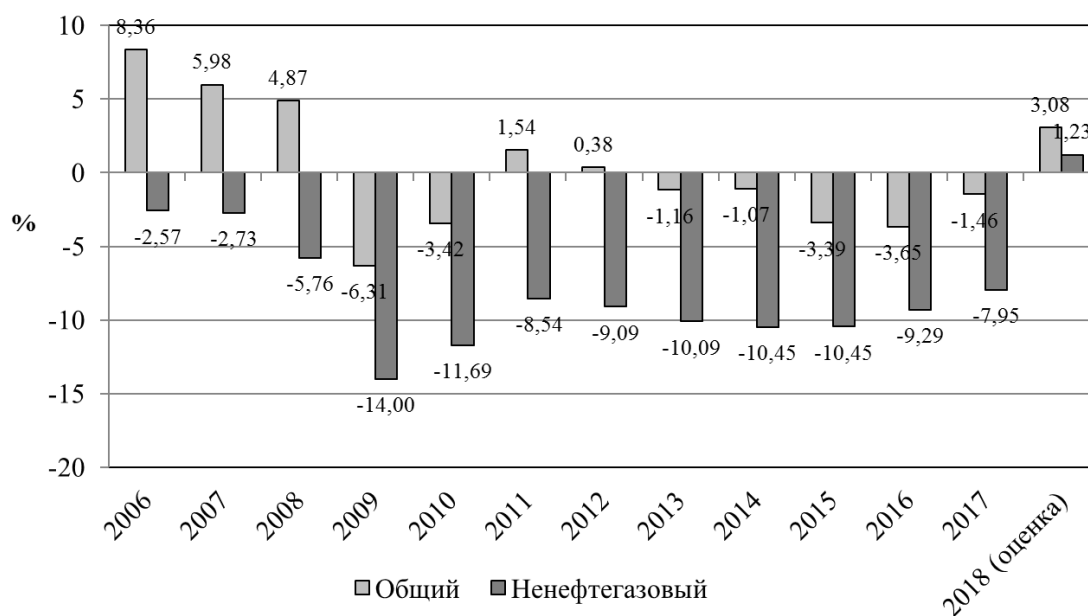
Source: Authoring, based on the official data of the Bank of Russia: URL: <https://www.cbr.ru/statistics/default.aspx>; Moscow Exchange: URL: <https://www.moex.com/ru/index/RTSI>; Investing.com financial portal: URL: <https://ru.investing.com/commodities/brent-oil>

Рисунок 2

Профицит (+)/дефицит (–) консолидированного бюджета РФ и бюджетов государственных внебюджетных фондов

Figure 2

Surplus (+)/deficit (–) of the consolidated budget of Russia and the budgets of State extra-budgetary funds



Источник: расчеты авторов на основе официальных данных Росстата: URL: <http://www.gks.ru/>; Министерства финансов РФ: URL: <https://www.minfin.ru/ru/statistics/>

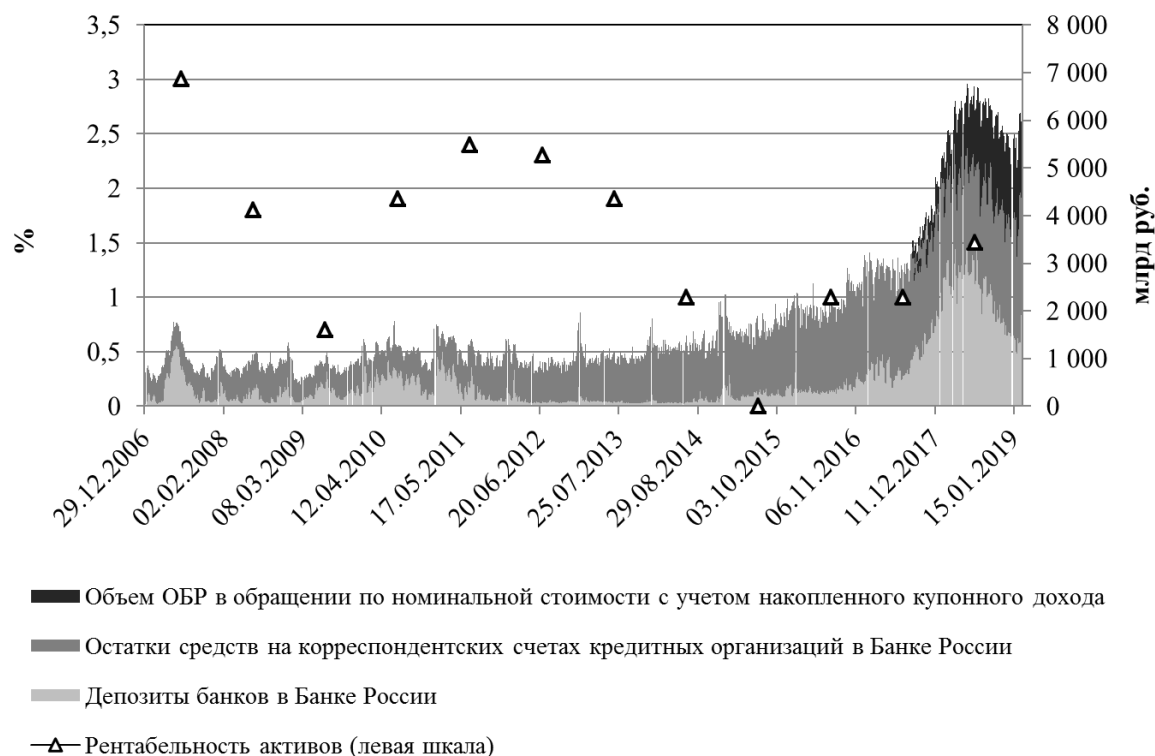
Source: Authoring, based on the official data of the Russian Federal State Statistics Service: URL: <http://www.gks.ru/>; The Ministry of Finance of the Russian Federation: URL: <https://www.minfin.ru/en/statistics/>

Рисунок 3

Средства коммерческих банков в Банке России и в виде вложений в ОБР, рентабельность банковских активов

Figure 3

Funds of commercial banks in the Bank of Russia and as investment in the Bank of Russia bonds, and return on bank assets

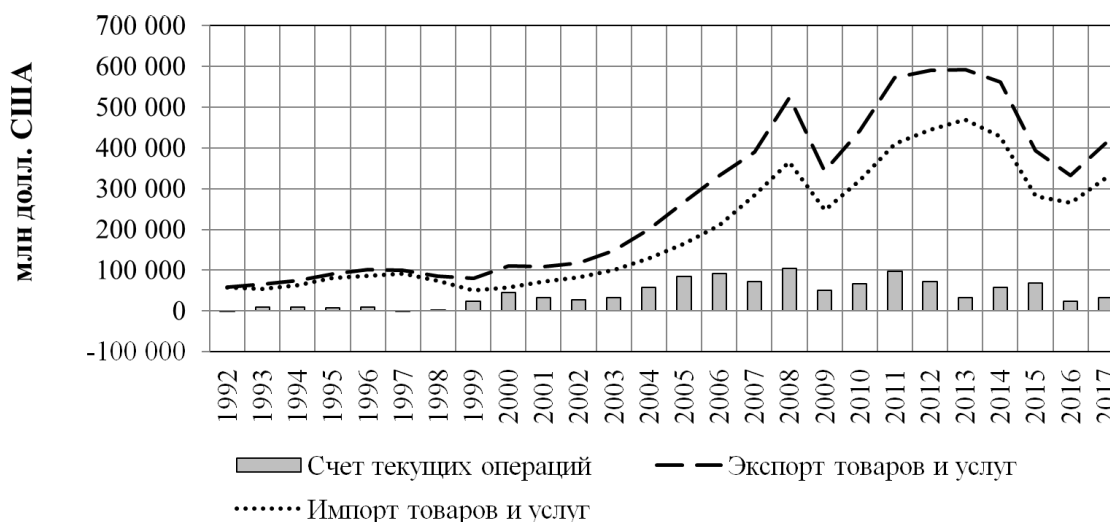


Источник: расчеты авторов на основе официальных данных Банка России.

URL: <https://www.cbr.ru/statistics/default.aspx>

Source: Authoring, based on the official data of the Bank of Russia.

URL: <https://www.cbr.ru/Eng/statistics>

Рисунок 4**Некоторые показатели платежного баланса РФ (по методологии МВФ)****Figure 4****Certain indicators of the balance of payments of the Russian Federation (under the IMF methodology)**

Источник: расчеты авторов на основе официальных данных Банка России.

URL: <https://www.cbr.ru/statistics/default.aspx>

Source: Authoring, based on the official data of the Bank of Russia.

URL: <https://www.cbr.ru/Eng/statistics>

Список литературы

1. Ülgen F. Financial Stability as a Global Public Good and Relevant Systemic Regulation as a Problem of Collective Action. In: *Bance P. Providing Public Goods and Commons. Towards Coproduction and New Forms of Governance for a Revival of Public Action*. Liège, CIRIEC, 2018. URL: <http://www.ciriec.uliege.be/wp-content/uploads/2018/03/CSS1CHAP5.pdf>
2. Киндлбергер Ч.П., Алибер Р.З. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи. СПб: Питер, 2010. 540 с.
3. Мински Х. Стабилизируя нестабильную экономику. М.; СПб: Институт Гайдара, Факультет свободных искусств и наук СПбГУ, 2017. 624 с.
4. Розмаинский И.В. Гипотеза финансовой нестабильности: теоретическое содержание и реалии постсоветской России // ЭКО. 2016. № 11. С. 79—89. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/gipoteza-finansovoy-nestabilnosti-teoreticheskoe-soderzhanie-i-realii-postsovetskoy-rossii>
5. Пападимитриу Д., Рэй Р. «Стабилизируя нестабильную экономику» Хаймана Мински — двадцать лет спустя // Экономическая политика. 2016. Т. 11. № 2. С. 22—51. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/stabiliziruya-nestabilnuyu-ekonomiku-haymana-minski-dvadsat-let-spustya>
6. Silipo D.B. It Happened Again: A Minskian Analysis of the Subprime Loan Crisis. *Journal of Economics and Business*, 2011, vol. 63, iss. 5, pp. 441–455.

7. Koong S.S., Law S.H., Ibrahim M.H. Credit Expansion and Financial Stability in Malaysia. *Economic Modelling*, 2017, vol. 61, iss. C, pp. 339–350.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.10.013>
8. Kregel J. The Natural Instability of Financial Markets. *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, 2007, no. 523. URL: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_523.pdf
9. Arestis P., Glickman M. Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way. *Cambridge Journal of Economics*, 2002, vol. 26, iss. 2, pp. 237–260.
URL: <https://doi.org/10.1093/cje/26.2.237>
10. Бешенов С.В., Розмаинский И.В. Гипотеза финансовой неустойчивости Хаймана Мински и долгового кризис в Греции // Вопросы экономики. 2015. № 11. С. 120–143.
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2015-11-120-143>
11. Mulligan R.F. A Sectoral Analysis of the Financial Instability Hypothesis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2013, vol. 53, iss. 4, pp. 450–459.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2013.05.010>
12. Столбов М.И. Гипотеза финансовой неустойчивости Хаймана Мински и экономический кризис в России // Мировая экономика и международные отношения. 2010. № 3. С. 56–64.
13. Minsky H.P. Securitization. *Policy Note of the Levy Economics Institute of Bard College*, 2008, no. 2. URL: http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_08_2.pdf
14. Смирнов А.Д. Финансовый рычаг и неустойчивость // Вопросы экономики. 2012. № 9. С. 25–40. URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2012-9-25-40>
15. Григорьев Л.М., Салихов М.Р. Финансовая архитектура: экстренный ремонт // Россия в глобальной политике. 2009. Т. 7. № 4. С. 8–21.
URL: https://eng.globalaffairs.ru/number/n_14252
16. Улюкаев А., Куликов М. Глобальная неустойчивость и реформа финансовой сферы России // Вопросы экономики. 2010. № 9. С. 4–14.
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2010-9-4-14>
17. Ершов М. Два года после кризиса: усиление рисков «второй волны»? // Вопросы экономики. 2011. № 12. С. 4–20. URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2011-12-4-20>
18. Рустамов Э. Финансовые кризисы: источники, проявления, последствия // Вопросы экономики. 2012. № 4. С. 46–66. URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2012-4-46-66>
19. Стрелец И.А., Столбов М.И. Роль финансовых инноваций в распространении экономической неустойчивости // Мировая экономика и международные отношения. 2011. № 6. С. 56–64.
20. Перес К. Технологические революции и финансовый капитал. Динамика пузырей и периодов процветания. М.: Дело, 2011. 232 с.
21. Dynan K., Elmendorf D., Sichel D.E. Financial Innovation and the Great Moderation: What Do Household Data Say? Conference on Financial Innovations and the Real Economy sponsored by the Federal Reserve Bank of San Francisco, November, 2006.
URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/b1e7/48c71f7abb9171be3cee81fb20a6eb55640b.pdf>
22. Мазукабзова Б. Роль кредитно-дефолтных свопов в мировом кризисе // Вопросы экономики. 2009. № 7. С. 144–146. URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2009-7-144-146>

23. Доу Ш. Психология финансовых рынков: Кейнс, Мински и поведенческие финансы // Вопросы экономики. 2010. № 1. С. 99–113.
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2010-1-99-113>
24. Baur D.G. Financial Contagion and the Real Economy. *Journal of Banking and Finance*, 2012, vol. 36, iss. 10, pp. 2680–2692. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.05.019>
25. Bucci A., La Torre D., Liuzzi D., Marsiglio S. Financial Contagion and Economic Development: An Epidemiological Approach. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2019, vol. 162, pp. 211–228 (In Press). URL: <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2018.12.018>
26. Batuo M., Mlambo K., Asongu S. Linkages Between Financial Development, Financial Instability, Financial Liberalisation and Economic Growth in Africa. *Research in International Business and Finance*, 2018, vol. 45, pp. 168–179. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.148>
27. Creel J., Hubert P., Labondance F. Financial Stability and Economic Performance. *Economic Modelling*, 2015, vol. 48, pp. 25–40. URL: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.10.025>
28. Díez-Esteban J.M., Farinha J.B., García-Gómez C.D. The Role of Institutional Investors in Propagating the 2007 Financial Crisis in Southern Europe. *Research in International Business and Finance*, 2016, vol. 38, pp. 439–454. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.006>
29. Джагитян Э.П. Совет по финансовой стабильности: на пути к институционализации? // Мировая экономика и международные отношения. 2015. № 11. С. 78–90.
URL: https://www.imemo.ru/jour/meimo/index.php?page_id=1248&file=https://www.imemo.ru/files/File/magazines/meimo/11_2015/78_90_DZHAGITYAN.pdf
30. Анкидинова Н.В., Чернявский А.В., Чепель А.А. Межстрановой анализ структуры и эффективности бюджетных расходов // Вопросы экономики. 2018. № 12. С. 5–27.
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-12-5-27>
31. Малкина М.Ю., Господарчук Г.Г. Современные тенденции в денежно-кредитной сфере. М.: Русайнс, 2018. 149 с.
32. Ершов М.В. Десять лет после глобального кризиса: риски и перспективы // Вопросы экономики. 2019. № 1. С. 37–53. URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-1-37-53>

Информация о конфликте интересов

Мы, авторы данной статьи, со всей ответственностью заявляем о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

**DEVELOPMENT OF THE THEORY OF FINANCIAL INSTABILITY
AND MODERN PROBLEMS OF THE RUSSIAN ECONOMY****Marina Yu. MALKINA^{a,*}, Anton O. OVCHAROV^b**^a National Research Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod (UNN), Nizhny Novgorod, Russian Federation
mmuri@yandex.ru
<https://orcid.org/0000-0002-3152-3934>^b National Research Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod (UNN), Nizhny Novgorod, Russian Federation
anton19742006@yandex.ru
<https://orcid.org/0000-0003-4921-7780>

* Corresponding author

Article history:

Received 11 March 2019

Received in revised form

25 March 2019

Accepted 8 April 2019

Available online

28 June 2019

JEL classification: C58, E44,
G01**Keywords:** financialinstability, global imbalance,
crisis, financial innovation,
economic agent behavior**Abstract****Subject** The paper summarizes theoretical approaches of Russian and foreign authors to understanding the essence, causes and specifics of financial instability. It also considers financial instability of the Russian economy and its indicators.**Objectives** The main purpose is to systematize modern theories of financial instability and estimate the key indicators of instability of the Russian economy.**Methods** We apply general scientific methods of analysis, comparison, generalization, and statistical methods for economic data processing.**Results** The article discusses the financial instability hypothesis developed by H. Minsky from the perspective of its applicability to various economies, including Russia. We identify groups of major imbalances that undermine the sustainable functioning of the economy, show the interrelation of instability and financial innovation, the role of globalization in crisis spill-over, specificity of decision-making process under instability, and the impact of financial liberalization on financial instability. As for the Russian economy, the paper presents indicators of strong influence of instability factors on fiscal and monetary policy.**Conclusions** The findings enable to conclude on complex relationships between processes in unstable economy, financial market instruments, global imbalances, and the behavior of economic agents. Despite certain positive trends in the Russian economy, there is a number of factors (a fall in real incomes, increasing poverty, low efficiency of government expenditures, etc.) that testify to ongoing recession and impossibility to achieve sustainable growth in the near future.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2019

Please cite this article as: Malkina M.Yu., Ovcharov A.O. Development of the Theory of Financial Instability and Modern Problems of the Russian Economy. *Finance and Credit*, 2019, vol. 25, iss. 6, pp. 1230–1248.
<https://doi.org/10.24891/fc.25.6.1230>**Acknowledgments**

The article was supported by the Russian Foundation for Basic Research as part of research project № 19-010-00716.

References

1. Ülgen F. Financial Stability as a Global Public Good and Relevant Systemic Regulation as a Problem of Collective Action. In: Bance P. Providing Public Goods and Commons. Towards Coproduction and New Forms of Governance for a Revival of Public Action. Liège, CIRIEC, 2018. URL: <http://www.ciriec.uliege.be/wp-content/uploads/2018/03/CSS1CHAP5.pdf>

2. Kindlberger Ch.P., Aliber R.Z. *Mirovye finansovye krizisy. Manii, paniki i krakhi* [Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises]. St. Petersburg, Piter Publ., 2010, 540 p.
3. Minsky H. *Stabiliziruya nestabil'nuyu ekonomiku* [Stabilizing an Unstable Economy]. Moscow, St. Petersburg, Gaidar Institute, SPbSU Publ., 2017, 624 p.
4. Rozmainskii I.V. [The financial instability hypothesis: Theoretical content and the reality of post-Soviet Russia]. *EKO = ECO*, 2016, no. 11, pp. 79–89.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/gipoteza-finansovoy-nestabilnosti-teoreticheskoe-soderzhanie-i-realii-postsovetskoy-rossii> (In Russ.)
5. Papadimitriu D., Wrai L.R. [Minsky's Stabilizing an Unstable Economy: Two Decades Later]. *Ekonomicheskaya politika = Economic Policy*, 2016, vol. 11, no. 2, pp. 22–51.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/stabiliziruya-nestabilnuyu-ekonomiku-haymana-minski-dvadsat-let-spustya> (In Russ.)
6. Silipo D.B. It Happened Again: A Minskian Analysis of the Subprime Loan Crisis. *Journal of Economics and Business*, 2011, vol. 63, iss. 5, pp. 441–455.
7. Koong S.S., Law S.H., Ibrahim M.H. Credit Expansion and Financial Stability in Malaysia. *Economic Modelling*, 2017, vol. 61, iss. C, pp. 339–350.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.10.013>
8. Kregel J. The Natural Instability of Financial Markets. *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, 2007, no. 523. URL: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_523.pdf
9. Arestis Ph., Glickman M. Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way. *Cambridge Journal of Economics*, 2002, vol. 26, iss. 2, pp. 237–260.
URL: <https://doi.org/10.1093/cje/26.2.237>
10. Beshenov S.V., Rozmainskii I.V. [Hyman Minsky's Financial Instability Hypothesis and Greece Debt Crisis]. *Voprosy Ekonomiki*, 2015, no. 11, pp. 120–143. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2015-11-120-143>
11. Mulligan R.F. A Sectoral Analysis of the Financial Instability Hypothesis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2013, vol. 53, iss. 4, pp. 450–459.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2013.05.010>
12. Stolbov M.I. [Hyman Minsky's Financial Instability Hypothesis and Economic Crisis in Russia]. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya = World Economy and International Relations*, 2010, no. 3, pp. 56–64. (In Russ.)
13. Minsky H.P. Securitization. *Policy Note of the Levy Economics Institute of Bard College*, 2008, no. 2. URL: http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_08_2.pdf
14. Smirnov A.D. [Leverage and Financial Instability]. *Voprosy Ekonomiki*, 2012, no. 9, pp. 25–40. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2012-9-25-40>
15. Grigor'ev L.M., Salikhov M.R. [Financial Architecture: Urgent Repair]. *Rossiya v global'noi politike = Russia in Global Affairs*, 2009, vol. 7, no. 4, pp. 8–21.
URL: https://eng.globalaffairs.ru/number/n_14252 (In Russ.)
16. Ulyukaev A., Kulikov M. [Global instability and Russia's financial sphere reform]. *Voprosy Ekonomiki*, 2010, no. 9, pp. 4–14. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2010-9-4-14>

17. Ershov M. [Two years after the crisis: Do risks of the second wave become stronger?]. *Voprosy Ekonomiki*, 2011, no. 12, pp. 4–20. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2011-12-4-20>
18. Rustamov E. [Financial crises: Sources, manifestations, consequences]. *Voprosy Ekonomiki*, 2012, no. 4, pp. 46–66. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2012-4-46-66>
19. Strelets I.A., Stolbov M.I. [Role of financial innovations in proliferation of economic instability]. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya = World Economy and International Relations*, 2011, no. 6, pp. 56–64. (In Russ.)
20. Perez C. *Tekhnologicheskie revolyutsii i finansovoi kapital. Dinamika puzyrei i periodov protsvetaniya* [Technological Revolutions and Financial Capital: The Dynamics of Bubbles and Golden Ages]. Moscow, Delo Publ., 2011, 232 p.
21. Dynan K., Elmendorf D., Sichel D.E. Financial Innovation and the Great Moderation: What Do Household Data Say? Conference on Financial Innovations and the Real Economy sponsored by the Federal Reserve Bank of San Francisco, November, 2006.
URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/b1e7/48c71f7abb9171be3cee81fb20a6eb55640b.pdf>
22. Mazukabzova B. [The role of credit default swaps in the global crisis]. *Voprosy Ekonomiki*, 2009, no. 7, pp. 144–146. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2009-7-144-146>
23. Dow S. [The psychology of financial markets: Keynes, Minsky and emotional finance]. *Voprosy Ekonomiki*, 2010, no. 1, pp. 99–113. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2010-1-99-113>
24. Baur D.G. Financial Contagion and the Real Economy. *Journal of Banking and Finance*, 2012, vol. 36, iss. 10, pp. 2680–2692. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.05.019>
25. Bucci A., La Torre D., Liuzzi D., Marsiglio S. Financial Contagion and Economic Development: An Epidemiological Approach. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2019, vol. 162, pp. 211–228. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2018.12.018>
26. Batuo M., Mlambo K., Asongu S. Linkages Between Financial Development, Financial Instability, Financial Liberalisation and Economic Growth in Africa. *Research in International Business and Finance*, 2018, vol. 45, pp. 168–179. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.148>
27. Creel J., Hubert P., Labondance F. Financial Stability and Economic Performance. *Economic Modelling*, 2015, vol. 48, pp. 25–40. URL: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.10.025>
28. Díez-Esteban J.M., Farinha J.B., García-Gómez C.D. The Role of Institutional Investors in Propagating the 2007 Financial Crisis in Southern Europe. *Research in International Business and Finance*, 2016, vol. 38, pp. 439–454. URL: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.006>
29. Dzhagityan E.P. [Financial Stability Board: Is Its Institutionalization a Reality?]. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya = World Economy and International Relations*, 2015, no. 11, pp. 78–90. URL: https://www.imemo.ru/jour/meimo/index.php?page_id=1248&file=https://www.imemo.ru/files/File/magazines/meimo/11_2015/78_90_DZHAGITYAN.pdf (In Russ.)
30. Ankinidina N.V., Chernyavskii A.V., Chepel' A.A. [Cross-country analysis of public expenditure structure and efficiency]. *Voprosy Ekonomiki*, 2018, no. 12, pp. 5–27. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-12-5-27>

31. Malkina M.Yu., Gospodarchuk G.G. *Sovremennye tendentsii v denezhno-kreditnoi sfere* [Modern trends in the monetary sphere]. Moscow, Rusains Publ., 2018, 149 p.
32. Ershov M.V. [Ten years after the global crisis: Risks and prospects]. *Voprosy Ekonomiki*, 2019, no. 1, pp. 37–53. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-1-37-53>

Conflict-of-interest notification

We, the authors of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.