

О ПЕРСПЕКТИВАХ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ НА СОВРЕМЕННОМ ЭТАПЕ

М. В. Ершов,

доктор экономических наук, главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов, профессор ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва; <http://www.ershovm.ru>

В статье рассматриваются важные факторы, которые могут дестабилизировать мировую финансовую систему, и проблемы, с которыми сталкиваются банковские секторы развитых стран. Анализируются антикризисные механизмы, необходимые для нормализации ситуации в мировой и российской экономике.

In the article the important factors which can destabilize a world financial system and the problems of the banking sectors of the developed countries are considered. There are analyzed the anti-crisis mechanisms necessary for normalization of a situation in world and Russian economy.

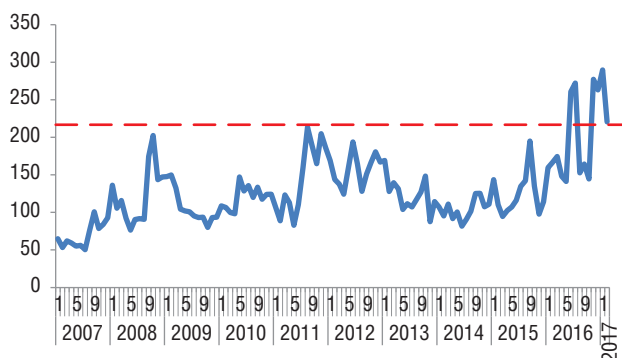
Ключевые слова: глобальная финансовая стабильность; риски; индекс неопределенности глобальной экономической политики; антикризисные механизмы.

Key words: global financial stability; risk; global economic policy uncertainty index; anti-crisis mechanisms.

УДК 338.124.4:336.71

Вопросы стабильности и устойчивости глобальной финансовой системы в условиях экономической неопределенности приобрели особую значимость. На современном этапе индекс неопределенности глобальной экономической политики (*Index of Global Economic Policy Uncertainty*) несколько снизился, тем не менее его уровень продолжает превышать среднюю величину последних 10 лет (рис. 1).

Рис. 1. Индекс неопределенности глобальной экономической политики



Примечание. При расчете в качестве весов использованы данные по текущему объему ВВП. Подробнее методологию расчета индекса см. [1].

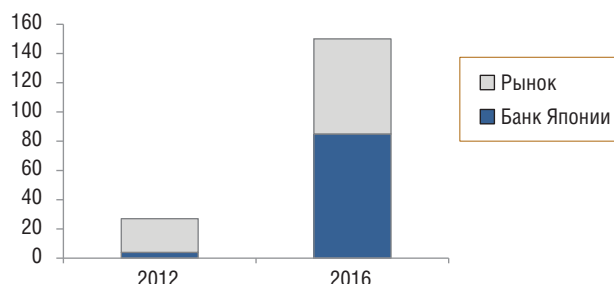
Нормализация при сохранении неопределенности

В целом риски ухудшения финансовой стабильности остаются повышенными из-за политической неопределенности и неясности в проводимой политике, что открывает новые каналы кризисной дестабилизации, — отмечается в отчете МВФ о глобальной финансовой стабильности (апрель 2017) [2]. В таких условиях ведущие центральные банки продолжают оказывать

беспрецедентную по масштабам помощь своим финансовым системам с целью стимулирования экономического роста. «Мы намерены использовать все имеющиеся инструменты денежной, фискальной и структурной политики как для отдельных стран, так и для групп государств, чтобы достичь нашей цели — сильного, устойчивого и сбалансированного роста», — говорится в резолюции стран «Группы 20» [3].

Финансовые регуляторы ряда стран даже начали активно поддерживать фондовые рынки и, как следствие, отдельных корпоративных участников своих экономик. Так, несмотря на возникающий при этом «конфликт интересов», Банк Японии и Государственный пенсионный фонд Японии для стимулирования рынка активно покупают акции, в результате чего указанные структуры стали крупнейшими владельцами акций более 450 японских компаний (рис. 2).

Рис. 2. Доля Банка Японии в акциях биржевых инвестиционных фондов (ETF) (млрд дол. США)



Источник: [4].

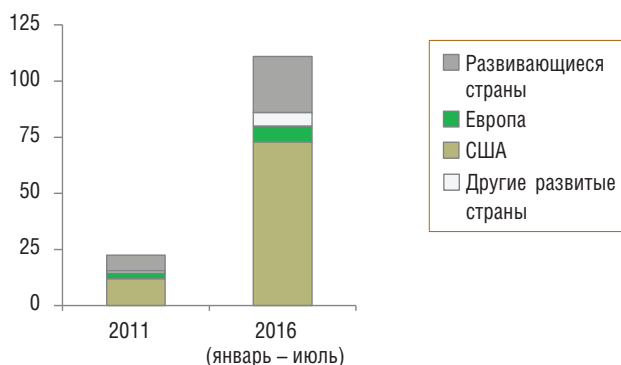
Следует отметить, что для Банка Японии и раньше было характерно масштабное и нестандартное содействие корпоративному сектору. Так, еще четыре года

назад глава Банка Японии М. Сиракава говорил о намерении Банка Японии продолжить «мощное денежное смягчение, сохраняя нулевые уровни процентных ставок и увеличивая покупку активов (причем и рискованных инструментов частного сектора), что является исключительно необычной практикой для центрального банка» [5]. Однако сейчас его участие становится еще более емким.

Несмотря на то, что, по мнению экспертов МВФ, глобальные оценки перспектив роста улучшились (в том числе благодаря политике нового президента США Д. Трампа, который, как ожидается, будет проводить экспансионистскую фискальную политику), для мирового развития сохраняются риски переориентации на внутренние рычаги, что создает угрозы для глобальных интеграционных процессов. Также, по их оценкам, резкое ужесточение финансовых условий может привести к большому оттоку капитала из стран с развивающимися рынками [6].

Одной из проблем, также требующих повышенного внимания, является риск неплатежей. По мнению экспертов Bank of America, не исключен наихудший цикл с дефолтами в истории (рис. 3).

Рис. 3. Корпоративные дефолты по регионам (2004 г. – июль 2016 г.)



Источник: [7].

Вновь обостряется давняя проблема роста привлекательности высокорисковых инструментов с высокой доходностью. Это, в свою очередь, является следствием проводимой политики низких процентных ставок, которая, очевидно, актуализирует поиск инструментов с более высокой доходностью (но и с более высоким риском).

В целом, по оценкам экспертов Банка международных расчетов, аппетиты инвесторов к риску возрастают, и это происходит в условиях более стабильных (хотя и медленных) признаков улучшения показателей роста глобальной экономики и поддерживающей монетарной политики [8, р. 1]. При этом доходности на ключевых долговых рынках достигли нового дна. Это во многом связано со сверхмягкой политикой процентных ставок в мире, приведшей к тому, что в настоящее время уже в 23 странах, на которые приходится 25% мирового ВВП, процентные ставки центральных банков установлены на уровне 0% или ниже 0% (рис. 4). Объем облигаций с отрицательной доходностью составляет около 14 трлн долларов.

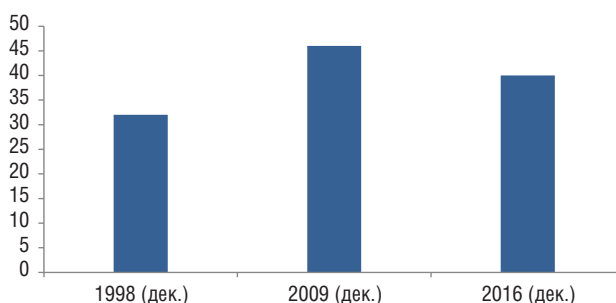
Рис. 4. Доля стран в мировом ВВП с соответствующим уровнем процентных ставок центральных банков (июль 2016 г., %)



Источники: по данным IMF, Bloomberg.

Акции также перестают быть привлекательными инструментами для инвесторов, демонстрируя негативную доходность. Доля акций с негативным чистым доходом по уровню сопоставима с показателями прошлых послекризисных периодов (рис. 5). Указанное явление, в частности, имело место в кризисные периоды 1998-го и 2009 годов.

Рис. 5. Доля акций, имеющих негативную чистую доходность, в глобальном масштабе (%)



Источник: SocGen. Cross Asset Research.

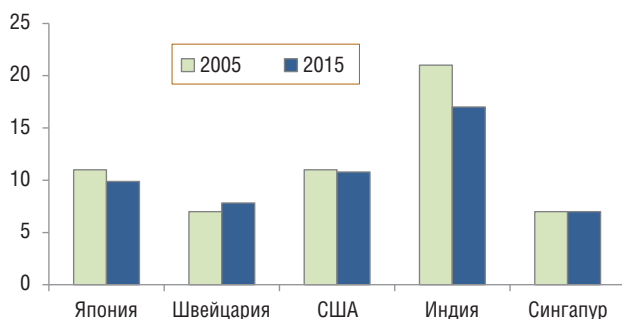
При этом следует отметить, что американский фондовый рынок характеризуется «перегревом» ряда показателей. Так, показатель средней доходности американского рынка акций находится на уровне выше среднего за последние почти 90 лет и выше уровня периода Великой депрессии.

Как отмечается в обзоре финансовой стабильности МВФ, на глобальных финансовых рынках продолжают периоды волатильности – хотя и короткой, но с очевидным потенциалом к росту [9, р. 48]. По мнению экспертов, уровень волатильности, скорее всего, вырастет по отношению к нынешнему.

Нервозность рынка проявляется и в увеличении доли наличных средств у экономических субъектов. Не желая рисковать в работе с инструментами финансового рынка, его участники предпочитают иметь дело с наличными деньгами. При этом даже те средства, которые были получены американскими банками от регулятора в рамках антикризисных мер в последние годы, в значительной степени были оставлены банками на их счетах в ФРС [10], что позволяет успешно сочетать «накачку ликвидностью» со сдерживанием инфляции. Это способствует сохранению устойчивой доли наличных денег в денежной массе, даже несмотря на то, что в целом ряде стран (в первую очередь

скандинавских) проводится политика сжатия доли наличных денег в экономике (рис. 6).

Рис. 6. Доля наличных денег в денежной массе (M2), %



Источник: по данным центральных банков соответствующих стран.

Похожая ситуация роста доли наличных сложилась и в реальном секторе США (в среднем доля наличных в активах превысила 10%). Сейчас этому же способствуют и отрицательные ставки в финансовых системах ряда стран, что также повышает относительную привлекательность наличных денег (об отрицательных ставках речь пойдет ниже).

Общая неопределенность в мире подталкивает к тому, что, несмотря на политическое противодействие, ряд стран возвращает свои золотые запасы, которые ранее размещались в других государствах, в первую очередь в США. Так, Германия возвращает свои золотые запасы из США и Франции; Нидерланды вернули золото из США; Австрия вывезла свое золото из Великобритании. В результате объем золота в хранилищах ФРС США в последние годы устойчиво сокращается (рис. 7).

Обращает на себя внимание резкая активизация покупок золота Китаем, который в июне 2015 г. нарастил свои золотые запасы более чем на 50% (рис. 8а). Кроме того, Китай уменьшает свой портфель американских акций (рис. 8б).

По мнению бывшего председателя Банка Англии М. Кинга, Китай и другие страны опасаются чрезмерной зависимости их международных активов от ситуа-

ции в США: «Если произойдут серьезные обострения, все китайские активы могут быть аннулированы» [12].

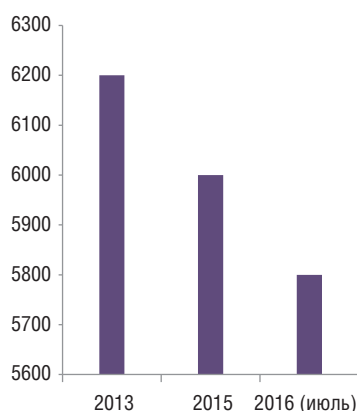
Действительно, к подобным «конфискационным» методам США прибегали не раз. В частности, в последние годы имела место заморозка средств, размещенных в США рядом стран Арабского Востока. Можно также напомнить о блокировании размещенных в американских банках средств даже стран – союзников США (!) во время Второй мировой войны.

Не следует забывать и о неплатежах по долгосрочным обязательствам в связи с крахом Бреттон-Вудской системы 1971 г. Существовавшие до 1971 г. механизмы предполагали, в частности, обмен долларов США на золото. Однако, когда некоторые страны (в первую очередь Франция и Великобритания) решили воспользоваться этим правом и предъявили свои долларовые авуары для обмена на золото, их требования не были удовлетворены, поскольку более 70% долларов уже не имело золотого обеспечения. Другими словами, все, кто когда-то обменял свое золото на доллары, а потом захотел получить золото обратно, сделать этого по ранее оговоренной цене уже не могли. Причем США нарушили указанные многосторонние соглашения в одностороннем порядке.

И в связи с этим интересен еще один вопрос. Любая страна, не выполнившая своих обязательств, должна каким-то образом впоследствии погашать свои долги. Это практикуется не только применительно к современной ситуации (Лондонский клуб, Парижский клуб и т. д.), но и даже к обязательствам гораздо более ранних периодов. Примером могут служить недавние попытки предъявления претензий к России по ее долгам, возникшим до 1917 г. Аналогично, вполне оправданно было бы оценить и размер потерь всех стран, которые имели доллары к 1971 г. и для которых пересмотр правил игры означал серьезные убытки, и рассмотреть вопрос о механизмах возможной компенсации. То же самое могло бы касаться и частных долларовых вкладчиков, которые в результате столкнулись с невыполненными обязательствами по американской валюте.

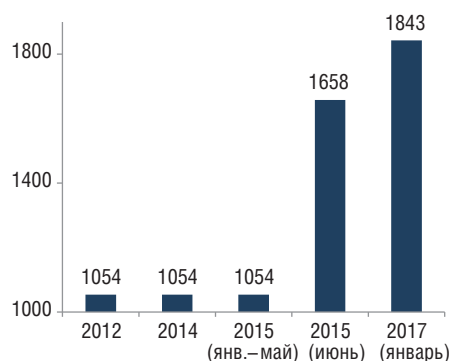
В данном контексте особого внимания требуют риски, связанные с размещением всех видов активов (включая золотовалютные резервы) в американской экономике. Отметим также, что Китай сокра-

Рис. 7. Объем золота в хранилищах ФРС (в тоннах)



Источник: NY Fed.

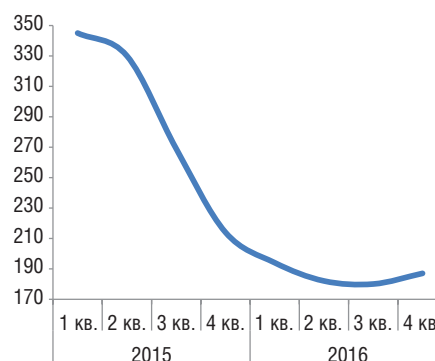
а) Объем золота в золотовалютных резервах Китая (в тоннах)



Источник: tradingeconomics.com [11].

Рис. 8.

б) Объем портфеля американских акций у китайских держателей (млрд дол. США)



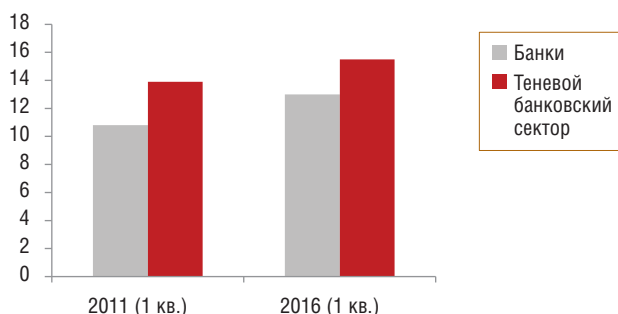
щает свои вложения в американские казначейские облигации, уменьшив их объемы у себя на 10% за последний год.

О банковском секторе США

Сейчас банки на Wall Street имеют не меньшие риски, чем до кризиса 2008 г., — сказал в сентябре 2016 г. Л. Саммерс (министр финансов США в 1999–2001 гг.) [13].

Следует отметить, что основной объем кредитов в США выдается «теневым банковским сектором» (*shadow banking*, т. е. взаимными фондами, фондами денежных рынков и др.), который регулируется мягче, чем банковский сектор. Их объемы выросли более чем на 1,2 трлн дол. с 2011 г. (рис. 9).

Рис. 9. Кредиты реальному сектору экономики США (трлн дол. США)

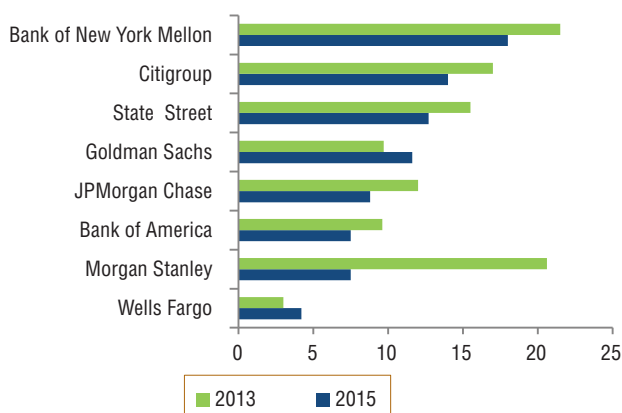


Источники: Haver Analytics, [14].

В целом в посткризисный период в ведущих странах проводится усиленный надзор за финансовой системой, повышены требования по капиталу и ликвидности, улучшена кооперация между финансовыми регуляторами.

Несмотря на реформы, направленные на укрепление финансового сектора, восемь системно значимых банков США, на которые приходится три четверти ак-

Рис. 10. Индекс взаимосвязи финансовых институтов (Connectivity Index)*



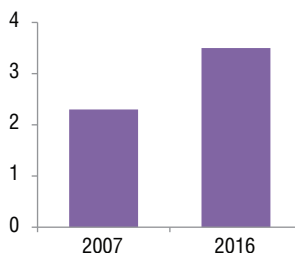
* Рассчитан как доля обязательств банка перед другими финансовыми институтами.

Источник: [14].

тивов американских банковских холдингов, сохраняют высокий уровень взаимосвязи внутри группы (хотя в целом взаимосвязь несколько снижается) (рис. 10). Это создает возможность трансляции проблем одного банка на другие банки и представляет определенную угрозу для стабильности американской банковской системы. Кроме того, принимая во внимание объемы ценных бумаг и всех долговых обязательств этих банков (рис. 11), существует угроза для стабильности всей финансовой системы [14].

Продолжают привлекать к себе внимание операции с деривативами. Объемы операций с ними на мировых рынках превышают предкризисные уровни. Причем в первую очередь это касается внебиржевой торговли [8] (рис. 12–13). У пяти американских банков из числа крупнейших держателей деривативов сохраняется высокая концентрация указанных инструментов. Совокупный объем деривативов у них в 24 раза превышает объем их активов, что соответствует предкризисному уровню 2007 г. Не исключено, что данный рост демонстрирует лишь техническую «оптимизацию балансов», тем не менее вопрос требует пристального внимания, особенно учитывая негативный вклад операций с деривативами в прошлый кризис.

Рис. 12. Внебиржевые валютные деривативы, средненеделный объем, трлн дол. США



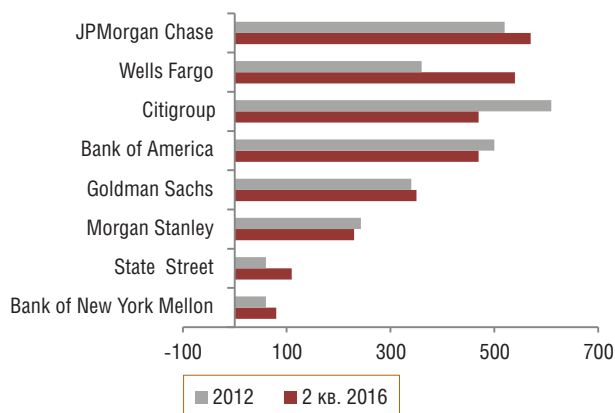
Источник: [8].

Рис. 13. Биржевые процентные деривативы, средненеделный объем, трлн дол. США



Источник: [8].

Рис. 11. Ценные бумаги (акции и долговые обязательства) восьми американских системно значимых банков (млрд дол. США)

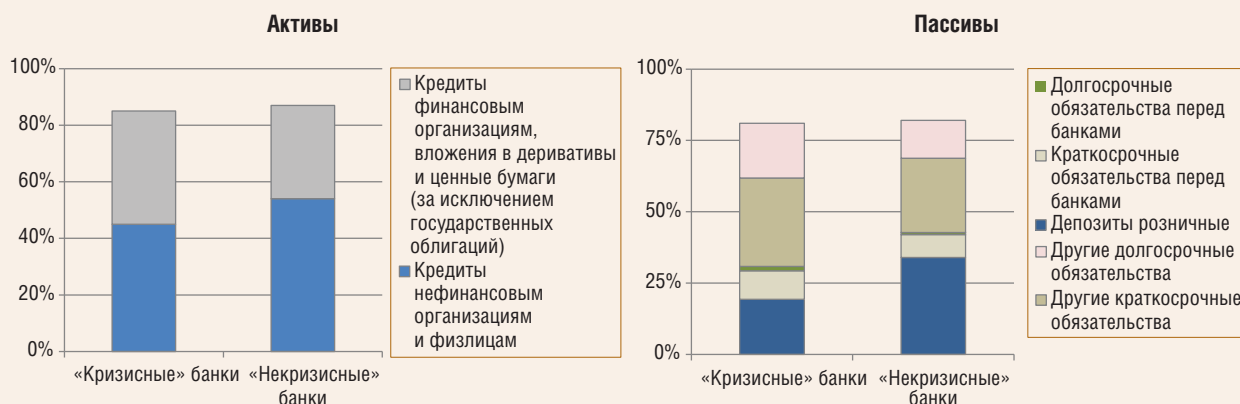


Источник: [14].

Какая структура балансов помогла пережить кризис?

Для банков, которые относительно благополучно пережили кризис, основным источником фондирования были розничные депозиты, в отличие от банков, которые не смогли продолжить свою деятельность из-за кризисных проблем. В части активов у более благополучных банков преобладали кредиты, выданные нефинансовому сектору (рис. 14), тогда как у проблемных банков большая часть активов, как правило, была вложена в кредиты финансовому сектору, деривативы и ценные бумаги, которые являются довольно ликвидными активами. В результате и у проблемных банков их активы в среднем были не менее ликвидными, чем у тех, которые выжили. Это позволяет заключить, что в столь сложном и многомерном явлении, как современный финансовый кризис, даже наличие «формально благоприятных» обстоятельств не является гарантией, что основные проблемы для участников могут быть сняты.

Рис. 14. Структура баланса «кризисных» и «некризисных» банков*, (ср., %)



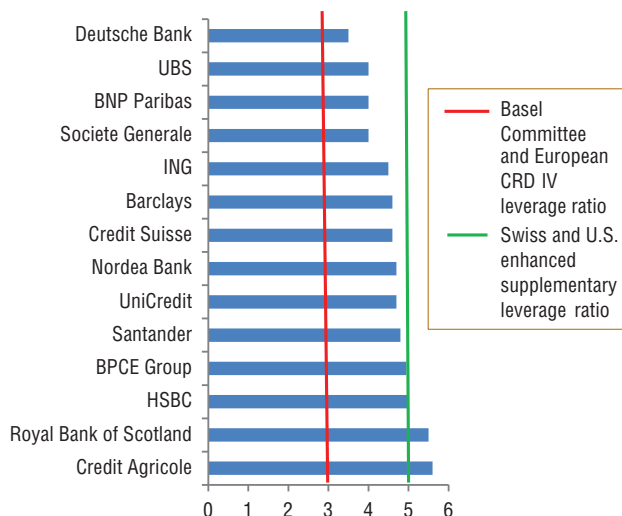
* Т. е. соответственно банков, которые не смогли продолжить свою деятельность из-за кризисных проблем, и банков, которые относительно благополучно пережили кризис.

Источник: [15].

Проблемы европейских банков

В европейском банковском секторе накопилось более 1 трлн евро плохих кредитов. При этом у ряда крупнейших банков наблюдается ухудшение финансовых результатов. Это осложняет их возможности по увеличению капитала, что может потребоваться в случае ужесточения требований Базельского комитета по банковскому надзору к показателям добавочного левереджа (*supplementary leverage ratio*).

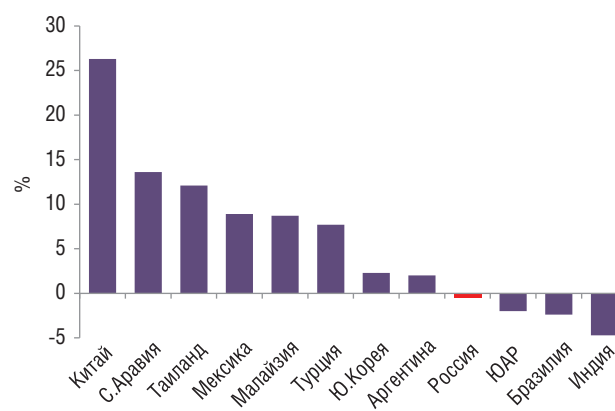
Рис. 15. Уровень leverage ratio (по Базелю) у крупнейших европейских банков



Источник: [14].

Определенные угрозы для стабильности финансовых рынков исходят также из стран с развивающимися рынками, которые активно наращивают кредитование нефинансового сектора после мирового финансового кризиса. Значительный рост кредитования является в том числе результатом притока капиталов с рынков развитых стран в поиске более высоких доходностей. Наибольший перегрев наблюдается в Китае (рис. 16), где в настоящее время формируется 80% кредитов мирового частного сектора.

Рис. 16. Отношение показателя «кредит частного сектора/ВВП» к долгосрочному значению указанного показателя (для стран с развивающимися рынками, III кв. 2016 г.)



Источник: [16].

О некоторых рисках для российской финансовой системы

Несмотря на улучшение финансовых результатов, кредитование в российском банковском секторе продолжает стагнировать. Все более отчетливо формируется структурный профицит ликвидности. В то же время Банк России предпринимает меры, «направленные на ограничение снижения структурного дефицита ликвидности» [17, с. 31], абсорбируя ликвидность из экономики посредством использования таких механизмов, как депозиты в Банке России, продажа ОФЗ из своего портфеля, а также облигации Банка России.

С похожей ситуацией локального профицита ликвидности российская экономика сталкивалась и в прошлом, когда во второй половине 1990-х гг. бурно рос рынок ГКО, на котором обращались большие объемы финансовых ресурсов. При этом в экономике отмечался один из самых низких уровней монетизации в мире ($M2/ВВП$) – около 10%. Повсеместно наблюдались неплатежи, использование бартера, суррогатов и квазиденег (которые фактически восполнили собой недостающую ликвидность), процентные ставки были на очень высоких уровнях.

В таких условиях необходим поиск механизмов денежной трансмиссии, позволяющих эффективно направлять финансовые ресурсы в экономику. При этом достижение эффективности данных механизмов тормозится не только со стороны предложения, но и со стороны спроса. Отсутствует адекватный спрос на кредиты (на что влияет и снижение реальных располагаемых денежных доходов населения, и девальвация рубля, сокращая спрос в экономике, и высокие реальные процентные ставки, и др.). Проблема поддержания и расширения этого спроса требует комплексных решений. Естественно, при этом необходимо учитывать и качество заемщиков, и качество самих проектов, и общеэкономические и политические риски.

Похотная проблема (когда финансовые ресурсы плохо перетекают в реальный сектор экономики) сложилась и в других странах. Там для стимулирования кредитования, оживления экономики и доведения финансовых ресурсов до реального сектора применяется широкий набор мер. В частности, центральные банки снижают процентные ставки до минимальных значений (и даже часто до уровня ниже темпов инфляции). А некоторые центральные банки для увеличения предсказуемости на рынке еще и объявляют ставку заранее на несколько лет вперед (как это было в США и в ЕС). Что касается поступления средств в реальный сектор, то интересен недавний пример ЕЦБ (2016 г.), когда регулятор по своим длинным механизмам рефинансирования (TLTRO, на четыре года) в случае вложения коммерческими банками средств в приоритетные направления развития реального сектора даже ввел отрицательные ставки. Это, по сути, означает, что не банки платят регулятору за привлеченные у него в порядке рефинансирования средства, а наоборот – регулятор доплачивает банкам в случае направления ими средств на обозначенные цели в реальный сектор.

США применяют еще более разнообразные механизмы стимулирования, определяющие направление

движения ресурсов, включая механизмы квазиприращения. Так, активно применяется «Закон о региональных реинвестициях» (*Community Reinvestment Act*). Подход, предлагаемый в нем, начал использоваться еще в период Великой депрессии. Этот закон стимулирует инвестиции в региональные проекты, в первую очередь с невысокой эффективностью. Контроль за реализацией данного закона осуществляет закон необязателен для выполнения банками, но они стараются его выполнять, поскольку от степени их активности будет зависеть реакция регуляторов на их запросы. А при активном участии к ним применяются более льготные регулятивные требования.

Кризисные симптомы, а также возможное ужесточение санкций против России в случае их материализации могут усилить дестабилизацию мировой финансовой системы и далее перекинуться на российский рынок. Это будет способствовать уходу иностранных инвесторов с рынка (их доля в текущих операциях на российском рынке акций составляет сейчас около 40%, а в их накопленном объеме – около 70%). Это касается и ОФЗ, высокая доходность которых, отмечаемая при относительной предсказуемости валютного курса, делает вложения в них привлекательными. В результате доля иностранных инвесторов на этом рынке доходит до 30%.

Уместно вспомнить уроки отечественной истории 1990-х гг. В преддверии дефолта 1998 г. объем российского рынка ГКО составлял около 60 млрд дол., а доля нерезидентов на нем – около 30% (а с учетом всех форм непрямого участия – свыше 40%). При этом режим выхода с данного рынка был полностью либерализован. И когда произошли кризисные потрясения, иностранные инвесторы стали быстро покидать этот рынок, что усугубило его обвал, еще больше обострив в итоге положение в экономике России.

Аналогично, внешняя дестабилизация может отразиться и на формировании механизмов рублевого денежного предложения. В настоящее время мы имеем дело с ситуацией, унаследованной из 1990-х гг., когда решающая часть денежного предложения формировалась на основе притока валюты (поступающей как по каналам внешней торговли, так и вследствие привлечения внешних займов). Такой механизм денежного предложения в России, по сути, отводит центральное место в формировании финансовых ресурсов и в обеспечении экономического подъема экспортным отраслям. В этой ситуации, очевидно, что ухудшение конъюнктуры мировых финансовых рынков (в том числе падение цен на нефть, ужесточение санкций и др.) может негативно сказаться на функционировании данного канала денежного предложения.

По признанию экспертов МВФ, растущая интеграция стран в глобальную экономику делает их более подверженными внешним шокам [2, р. 84]. Страны, более тесно вовлеченные в финансовые и внешнеторговые отношения, могут в первую очередь быть уязвимыми перед лицом ужесточения глобальных финансовых условий и/или негативных внешнеторговых мер.

В связи с этим требует пристального внимания обеспечение более устойчивых источников формиро-

вания денежного предложения, в первую очередь на основе приоритетов национального развития по мере наиболее развитых финансовых систем.

Такая практика успешно применяется последние десятилетия в наиболее зрелых экономиках мира – в США и Японии. В этих странах на эмиссию в порядке покупки облигаций своего государства приходится 85–95% всей эмиссии (денежной базы) национальной валюты, т. е. объем денег, который существует в их экономиках в настоящее время, в решающей степени создан в соответствии с бюджетными приоритетами. В результате существенно расширяются возможности решения бюджетных проблем и формируются новые очаги роста. При этом доля эмиссии в результате покупки российских государственных облигаций в эмиссии рублевой денежной базы составляет менее 5% (2015 г.).

Когда центральные банки покупают государственные облигации, выпущенные минфином своей страны, они, по сути, осуществляют эмиссию на те цели, для которых выпущена бумага, – на развитие ипотеки, малого бизнеса, на реализацию региональных программ и др. [18]. Другими словами, сразу задаются контуры желаемой структуры экономики. Причем, как правило, – это длинная и сверхдлинная эмиссия (на 30–40 лет).

При этом купленные центральным банком бумаги хранятся у него в течение всего срока, а не поступают на рынок и не оттягивают оттуда ресурсы. А эмитированные деньги весь срок работают в экономике. Причем когда срок бумаг истекает, то при необходимости повторяется та же самая операция, что делает длинные деньги фактически бессрочными.

Следует, однако, отметить, что подобные подходы являются следствием устойчивой политики поддержания бюджетного дефицита и необходимости его финансирования в соответствующих странах. Естественно, необходим контроль за показателями долга и дефицита, но при этом некоторые подходы в указанных механизмах позволяют наиболее эффективно стимулировать развитие приоритетных сфер экономики. Так было, в част-

ности, при реализации программы Operation TWIST (в США 2011 г.). В результате этой программы произошло:

- ▶ насыщение экономики длинными деньгами;
- ▶ оживление наиболее важного ипотечного рынка;
- ▶ снижение ипотечных ставок с 7–8% до 3–4%.

В итоге ипотека стала оживать, и программа была признана успешной.

Действительно, в России наращивание золотовалютных резервов приводит к формированию буфера на случай кризисного развития ситуации. Однако при этом сужаются возможности целевой политики, направленной на финансирование структурных изменений.

В целях расширения возможностей формирования более диверсифицированной структуры экономики, очевидно, необходимо рассмотреть подходы, практикуемые в зрелых финансовых системах, тщательно взвесив все «за» и «против». Если эти подходы будут признаны заслуживающими внимания, нужно тщательно выверить алгоритм перехода от модели монетизации, основанной на притоке валюты, к модели, основывающейся на внутреннем спросе основных отраслей экономики, обеспечив минимальные риски такой трансформации.

При этом необходимо сохранять и достаточный объем золотовалютных резервов как важного антикризисного стабилизатора. Очевидно, такой переход должен быть постепенным и выверенным. В то же время при его реализации будет формироваться качественно иная модель денежного предложения, которая, как представляется, будет более точно отражать структурные процессы в экономике, способствуя их прогрессивным изменениям и формируя при этом стрессоустойчивый потенциал, делающий экономику менее зависимой от мировой конъюнктуры и создающий запас прочности в случае мировых кризисных потрясений.

В условиях сохранения финансовой нестабильности в мире и необходимости решения задач по обеспечению устойчивого экономического развития российской экономики, укреплению финансовой системы такие подходы представляются весьма актуальными.

Список литературы

1. URL: <http://www.policyuncertainty.com>
2. IMF. Global Financial Stability Report. April 2017.
3. G20 Leaders' Communique, 2016. Сентябрь 2016.
4. The Bank of Japan's Unstoppable Rise to Shareholder № 1. Bloomberg. 14.08.2016.
5. Shirakawa M. The Bank of Japan's Efforts toward Overcoming Deflation. Speech at the Japan National Press Club in Tokyo. Tokyo. 2012. Feb. 17.
6. Global Prospects and Policy Challenges. G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors' Meetings. Germany. 2017. March 17–18.
7. S&P Global fixed Income Research. Aug. 2016.
8. BIS. Quarterly Review. September 2016.
9. IMF. Financial Stability Review. November 2015.
10. Ершов М. В. Возможности роста в условиях валютных провалов в России и финансовых пузырей в мире // Вопросы экономики. 2015. № 12. С. 32–50.
11. URL: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/ticsec2.aspx>
12. King M. Misguided policies and economic risk // Gold Investor. June 2016.
13. URL: <http://www.fortune.com/2016/09/15/larry-summers-wall-street-too-big-to-fail/>. 15.09.2016.
14. OFR. Financial stability report. 2016.
15. Do we need a stable funding ratio? // Bank of England. WP № 602. May 2016.
16. URL: http://www.bis.org/statistics/c_gaps.htm
17. Банк России. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов.
18. Ершов М. В. Тайны бюджетной эмиссии // Эксперт, 2016. 21–27 ноября. № 47. С. 42–44.