Научная статья / Original article

УДК 336.711.642

JEL E51 G15 O11 O57

BY-NC 4.0

ВАК 5.2.5. 5.2.4.

EDN MGIFVP

Сизова Д. А., Сизова Т. В., Иванова Я. Я.

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ КРЕДИТНОГО МУЛЬТИПЛИКАТОРА В РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ ЭКОНОМИКАХ

Сизова Дарина Александровна
кандидат экономических наук, доцент
Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова (г. Москва, Россия), доцент базовой кафедры экономического анализа и корпоративного управления производством и экспортом высокотехнологичной продукции Государственной корпорации «Ростех»
Лаборатория Центра открытых инноваций ГК «Ростех» и промышленного моделирования (г. Москва, Россия), ведущий научный сотрудник
АНО «Корпоративная сетевая академия» (г. Москва, Россия), старший аналитик Департамента по работе с образовательными организациями
Darina3@yandex.ru
https://orcid.org/0000-0001-7729-7234
SPIN: 4228-2615

Darina A. Sizova
Candidate of Economic Sciences, Associated Professor
Plekhanov Russian University of Economics (Moscow, Russia), Associate Professor of the Basic Department of Economic Analysis and Corporate Management of Production and Export of High-tech Products of the Rostec State Corporation
Laboratory of the Center for Open Innovations of Rostec Group of Companies and Industrial Modeling (Moscow, Russia), Leading Scientist
Corporate Network Academy (Moscow, Russia), Senior Analyst at the Department for Work with Educational Organizations
Darina3@yandex.ru
https://orcid.org/0000-0001-7729-7234
SPIN: 4228-2615

Сизова Татьяна Владимировна
кандидат экономических наук, доцент
Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова (г. Москва, Россия), доцент кафедры финансов устойчивого развития
Stv-60@mail.ru
https://orcid.org/0000-0001-5081-1440
SPIN: 2681-1090

Tatiana V. Sizova
Candidate of Economic Sciences, Associated Professor
Plekhanov Russian University of Economics (Moscow, Russia), Associate Professor of Finance for Sustainable Development Department
Stv-60@mail.ru
https://orcid.org/0000-0001-5081-1440
SPIN: 2681-1090

Иванова Яна Яковлевна
кандидат экономических наук, доцент
Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова (г. Москва, Россия), доцент кафедры финансов устойчивого развития
Ivanova.YY@rea.ru
https://orcid.org/0000-0002-8849-0870
SPIN: 3280-8123

Yana Y. Ivanova
Candidate of Economic Sciences, Associated Professor
Plekhanov Russian University of Economics (Moscow, Russia), Associate Professor of Finance for Sustainable Development Department
Ivanova.YY@rea.ru
https://orcid.org/0000-0002-8849-0870
SPIN: 3280-8123

Аннотация. *В условиях нарастающей глобальной финансовой нестабильности и дивергенции денежно-кредитных политик центральных банков исследование механизмов кредитной мультипликации приобретает особую актуальность. Настоящая статья посвящена сравнительному анализу кредитного мультипликатора в группах развитых и развивающихся экономик за период 2018–2024 годов с прогнозом на 2025–2026 годы. На основе данных Международного валютного фонда, Банка международных расчётов и национальных центральных банков рассчитаны фактические значения кредитного мультипликатора для восьми стран: Соединённых Штатов Америки, Германии, Японии, Великобритании, России, Китая, Бразилии и Индии. Установлено, что среднее значение мультипликатора в группе развитых экономик (5,5) в 1,8 раза превышает аналогичный показатель развивающихся стран (3,0). Выявлены четыре ключевые детерминанты данного разрыва: норма обяза-*

Abstract. *Under conditions of increasing global financial instability and monetary policies divergence of central banks, the study of credit multiplication mechanisms is becoming particularly relevant. The article is devoted to comparative analysis of credit multiplier in groups of developed and developing economies for the period 2018-2024 with the forecast for 2025-2026. On the basis of the data from the International Monetary Fund, the Bank for International Settlements, and national central banks, the actual credit multiplier values for eight countries were calculated: the United States of America, Germany, Japan, Great Britain, Russia, China, Brazil, and India. It is established that the average multiplier value in the group of developed economies (5.5) is 1.8 times higher than that of developing countries (3.0). Four key determinants of this gap were identified: mandatory reserve rate (correlation coefficient r = -0.74), the level of economy monetization (r = +0.68), key interest rate of*

© Сизова Д. А., Сизова Т. В., Иванова Я. Я., 2026

тельного резервирования (коэффициент корреляции r = −0,74), уровень монетизации экономики (r = +0,68), ключевая процентная ставка центрального банка (r = −0,61) и качество институциональной среды (r = +0,72). Показано, что в период пандемии 2020–2021 годов традиционный механизм денежного мультипликатора дал сбой в развитых экономиках вследствие накопления банками избыточных резервов. Составлена матрица рисков для динамики мультипликатора на 2025–2027 годов; для России выявлены критические угрозы, связанные с геополитической фрагментацией финансовой системы и сохранением высокой ключевой ставки.

***Ключевые слова**: кредитный мультипликатор, денежно-кредитная политика, финансовая глубина, развивающиеся экономики, банковская система, норма резервирования*

***Вклад авторов**: Сизова Д. А. – общая идея, концепция исследования; разработка плана (программы) исследования; написание исходного текста статьи; Сизова Т. В – развитие методологии; написание теоретической (обзорной) части статьи; доработка текста статьи; Иванова Я. Я. – сбор и обработка материала; описание результатов исследования; доработка текста статьи. Все авторы выразили согласие нести публичную ответственность за все аспекты работы, связанные с точностью или достоверностью любой части рукописи; одобрили финальную версию статьи перед публикацией.*

Для цитирования: Сизова Д. А., Сизова Т. В., Иванова Я. Я. Сравнительный анализ кредитного мультипликатора в развитых и развивающихся экономиках // Экономическая среда. – 2026. – Т. 15, № 2. – С. 151-164. –EDN MGIFVP.

the central bank (r = -0.61) and institutional environment quality (r = +0.72). It is shown that during the pandemic of 2020-2021, the traditional monetary multiplier mechanism failed in developed economies due to accumulation of excess reserves by banks. A risk matrix was compiled for multiplier dynamics for 2025-2027. Critical threats related to geopolitical fragmentation of financial system and maintenance of high key interest rate were identified for Russia.

***Keywords**: credit multiplier, monetary policy, financial depth, emerging economies, banking system, reserve rate*

***Authors' contribution**: Sizova D. A. – general idea, research concept; development of a research plan (program); writing the source text of the article; Sizova T. V. – development of methodology; writing the theoretical (review) part of the article; revision of the text of the article; Ivanova Ya. Ya. - collection and processing of material; description of the research results; revision of the text of the article. All authors agreed to be publicly responsible for all aspects of the work related to the accuracy or integrity of any part of the manuscript; approved the final version of the article before publication.*

For citation: Sizova D.A., Sizova T.V., Ivanova Y.Y. Comparative analysis of the credit multiplier in developed and developing economies. *Economic Environment*, 2026, vol. 15, no. 2, pp. 151-164. (In Russ.). Available from: https://elibrary.ru/MGIFVP.

Введение

Кредитный мультипликатор является одним из ключевых индикаторов эффективности банковской системы и степени развития финансового рынка страны. Его величина отражает способность коммерческих банков трансформировать первичные депозиты в кредитные ресурсы, тем самым обеспечивая расширение денежного предложения в экономике. В классической трактовке кредитный мультипликатор определяется как отношение прироста денежной массы (агрегата М2) к приросту денежной базы либо как величина, обратная норме обязательного резервирования [1, с. 54]. Вместе с тем современные исследования убедительно демонстрируют, что реальный мультипликатор существенно отклоняется от теоретического максимума под воздействием целого ряда факторов – институциональных, поведенческих и макроэкономических [2; 3]. Особую остроту данная проблема приобрела в посткризисный период 2008–2009 годов и в годы пандемии коронавирусной инфекции (COVID-19) 2020–2021 голов, когда центральные банки ведущих стран мира прибегли к масштабному количественному смягчению, что привело к резкому росту денежной базы при одновременном снижении кредитного мультипликатора [4; 5; 6]. Данный феномен поставил под сомнение традиционные механизмы трансмиссии денежно-кредитной политики и обозначил необходимость переосмысления факторов, определяющих реальную кредитную мультипликацию.

Актуальность сравнительного анализа кредитного мультипликатора в разрезе групп стран обусловлена тем, что развивающиеся экономики демонстрируют принципиально иную динамику данного показателя по сравнению с развитыми странами, однако систематических межстрановых исследований на репрезентативной выборке с унифицированной методологией в научной литературе недостаточно [7, с. 20]. Большинство существующих работ либо ограничивается одной страной или регионом [8;

9], либо охватывает период до 2019 года, не учитывая трансформирующего воздействия пандемии и последующего инфляционного цикла [6; 10; 11]. Между тем именно 2020–2024 годы стали периодом наиболее значительных изменений в условиях кредитной мультипликации за последние два десятилетия. В условиях нарастающей геополитической фрагментации мировой финансовой системы и санкционного давления на ряд развивающихся экономик вопросы кредитной мультипликации приобретают дополнительное практическое измерение [12, с. 234].

Цель настоящей статьи состоит в проведении систематического сравнительного анализа фактических значений кредитного мультипликатора для восьми стран – четырёх развитых (США, Германия, Япония, Великобритания) и четырёх развивающихся (Россия, Китай, Бразилия, Индия) – за период 2018–2024 годов с прогнозом на 2025–2026 годы. В отличие от предшествующих исследований, в данной статье впервые применяется единая методология расчёта для всех восьми стран на основе унифицированных данных МВФ, что обеспечивает подлинную сопоставимость результатов. Дополнительным вкладом в научную дискуссию является авторская классификация детерминант мультипликатора с выделением регуляторных, структурных и поведенческих факторов, а также составление матрицы рисков для динамики мультипликатора в среднесрочной перспективе – инструмента, ранее не применявшегося в данном контексте. Теоретическая значимость настоящей статьи состоит в уточнении границ применимости классической модели денежного мультипликатора: полученные результаты эмпирически подтверждают, что в условиях современной финансовой системы механическая зависимость между денежной базой и денежной массой нарушается под воздействием поведенческих факторов, что требует пересмотра ряда базовых допущений монетарной теории [13; 14; 15]. Тем самым исследование вносит вклад как в теорию денежного обращения, так и в прикладную методологию сравнительного анализа банковских систем.

Практическая значимость представленной статьи определяется возможностью использования полученных результатов при разработке мер денежно-кредитной политики, направленных на повышение кредитной активности банковских систем развивающихся стран. Выявленные количественные зависимости между значением мультипликатора и его детерминантами могут служить ориентиром для регуляторов при установлении нормативов обязательного резервирования, при оценке потенциала кредитной экспансии и при разработке антикризисных мер в условиях внешних шоков. Результаты исследования представляют интерес и для международных финансовых организаций: Международного валютного фонда и Всемирного банка – при формировании рекомендаций по развитию финансовых систем развивающихся экономик.

Материалы и методика исследования

Исследование основано на комплексном подходе, сочетающем количественные и качественные методы анализа. Информационную базу исследования составили данные статистических баз Международного валютного фонда (МВФ) – International Financial Statistics, Банка международных расчётов (БМР) – BIS Statistics, Всемирного банка – World Development Indicators, а также официальные публикации национальных центральных банков восьми стран выборки. Период исследования охватывает 2018–2024 годы; для 2025–2026 годов приведены прогнозные значения, рассчитанные на основе трендовой экстраполяции с учётом официальных прогнозов МВФ и национальных центральных банков.

В качестве основного показателя используется денежный (кредитный) мультипликатор – отношение широкой денежной массы (агрегат М2) к денежной базе (ре-

зервным деньгам центрального банка). Данный подход соответствует методологии, принятой в работах Фридмана и Шварц [16, с. 50], и широко применяется в современных сравнительных исследованиях [9; 17; 18]. Наряду с фактическими значениями рассчитывался теоретический максимум мультипликатора как величина, обратная норме обязательного резервирования, что позволило оценить степень реализации мультипликативного потенциала банковских систем.

Выборка стран сформирована по принципу репрезентативности. В группу развитых экономик включены США, Германия, Япония и Великобритания – страны с наиболее развитыми финансовыми системами и высоким уровнем монетизации [19]. В группу развивающихся экономик вошли Россия, Китай, Бразилия и Индия – крупнейшие представители группы БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай, Южно-Африканская Республика), существенно различающиеся по уровню финансового развития и применяемым инструментам денежно-кредитной политики [20]. Методологический инструментарий включает сравнительный анализ, метод группировок, корреляционный анализ взаимосвязи мультипликатора с макроэкономическими переменными и метод динамических рядов [10, с. 13]. Для обеспечения сопоставимости данных все показатели приведены к единой методологии расчёта в соответствии со стандартами МВФ [21; 22].

Результаты и обсуждение

Прежде чем перейти к анализу конкретных числовых значений, необходимо обозначить контекст, в котором формировалась динамика кредитного мультипликатора в исследуемый период. Годы 2018–2019 характеризовались относительной стабильностью мировой финансовой системы: центральные банки развитых стран постепенно нормализовали денежно-кредитную политику после кризиса 2008–2009 годов, а развивающиеся экономики демонстрировали умеренный кредитный рост. Переломным стал 2020 год: пандемия коронавирусной инфекции (COVID-19) спровоцировала беспрецедентное монетарное стимулирование во всех группах стран, что кардинально изменило соотношение денежной базы и денежной массы [23]. В 2022–2023 годах на первый план вышла проблема инфляции: ведущие центральные банки перешли к циклу повышения ключевых ставок, что вновь трансформировало условия кредитной мультипликации [24]. Наконец, 2024 год ознаменовался началом осторожного смягчения денежно-кредитной политики в ряде развитых экономик при сохранении жёстких условий в большинстве развивающихся стран [5]. Расчёт кредитного мультипликатора для выбранных стран показал устойчивые межгрупповые различия (табл. 1).

Прогнозные значения на 2025–2026 годы рассчитаны на основе трендовой экстраполяции с учётом официальных прогнозов МВФ и национальных центральных банков. В целом, как следует из данных таблицы 1, наиболее высокие значения кредитного мультипликатора на протяжении всего исследуемого периода характерны для Японии (7,2–7,8 в 2018–2024 годах). Это объясняется многолетней политикой сверхмягкой денежно-кредитной политики Банка Японии, нулевыми и отрицательными процентными ставками, а также исключительно высоким уровнем монетизации японской экономики – отношение М2 к валовому внутреннему продукту (ВВП) превышает 200 % [16, с. 56]. Германия и Великобритания демонстрируют стабильно высокие значения мультипликатора (5,1–6,2), что отражает развитость их банковских систем, высокую склонность населения к безналичным расчётам и минимальные нормы обязательного резервирования [21].

Таблица 1 – Значения кредитного мультипликатора (M2/MB) в развитых и развивающихся экономиках, 2018–2026 годы

Страна	Группа	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025*	2026*
США	Развитая	4,1	4,3	3,2	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,2
Германия	Развитая	5,8	6,0	5,5	5,7	5,9	6,1	6,2	6,3	6,4
Япония	Развитая	7,2	7,5	6,8	7,0	7,3	7,6	7,8	7,9	8,0
Великобритания	Развитая	5,1	5,3	4,7	4,9	5,2	5,4	5,5	5,6	5,7
Россия	Развивающаяся	2,8	3,0	2,6	2,9	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0
Китай	Развивающаяся	4,0	4,2	4,1	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8
Бразилия	Развивающаяся	2,1	2,2	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4
Индия	Развивающаяся	2,5	2,6	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0

* – прогнозные значения, рассчитанные авторами

Источник: составлено авторами по данным [21]

Особого внимания заслуживает динамика мультипликатора в США. В 2020–2021 годах наблюдалось его резкое снижение с 4,3 до 3,0 как прямое следствие беспрецедентного расширения денежной базы в рамках программ количественного смягчения Федеральной резервной системы США (ФРС) на фоне пандемии. Объём активов ФРС вырос с 4,2 трлн долл. в начале 2020 года до 8,9 трлн долл. к концу 2021 года [5]. При этом прирост денежной массы M2 оказался значительно меньшим, что и обусловило снижение мультипликатора. В 2022–2024 годах по мере нормализации баланса ФРС и роста кредитной активности мультипликатор восстановился до 3,9. Аналогичная тенденция, хотя и менее выраженная, наблюдалась в Германии и Великобритании [5].

В группе развивающихся экономик наиболее высокие значения мультипликатора на протяжении всего периода демонстрирует Китай (4,0–4,6). Это обусловлено активной кредитной экспансией государственных банков, целенаправленной политикой Народного банка Китая по стимулированию кредитования реального сектора, а также исключительно высоким уровнем монетизации китайской экономики – около 195 % ВВП [23]. Вместе с тем значения китайского мультипликатора по-прежнему уступают показателям развитых экономик, за исключением США в период пандемии 2020–2021 годов. Россия, Бразилия и Индия демонстрируют значительно более низкие значения мультипликатора – в диапазоне 1,9–3,0, что свидетельствует о существенных структурных ограничениях кредитной мультипликации в данных странах [11; 21]. Прогнозные значения на 2025–2026 годы указывают на постепенное, но медленное сближение показателей: среднее значение мультипликатора по группе развивающихся экономик ожидается на уровне 3,3 к 2026 году против 5,8 по группе развитых стран.

В табл. 2 приведём данные средних значений мультипликатора и ключевых детерминантов его уровня, которые необходимы для систематизации межстрановых различий.

В целом представленные в табл. 2 данные показывают обратную зависимость между значением нормы обязательного резервирования и самого кредитного мультипликатора. Так, если говорить о Бразилии как о стране, имеющей одну из самых высоких норм резервирования среди анализируемых стран (21 %), видно, что в Бразилии кредитный мультипликатор имеет наименьшее значение (2,1) [11; 21]. И, напротив, в Великобритании, где обязательные резервные требования фактически отсутствуют [24], и Япония с минимальной нормой резервирования (0,05–1,3 %) иллюстрируют наиболее высокие значения мультипликатора [24]. При этом проведённый авторами корреляционный анализ подтвердил наличие статистически значимой отрицательной связи между нормой резервирования и мультипликатором (коэффициент корреляции $r = -0{,}74$, $p < 0{,}05$).

Таблица 2 – Средние значения кредитного мультипликатора и ключевые детерминанты за период с 2018 по 2024 год

Наименование страны	Среднее значение m	Монетизация экономики (M2/ВВП, %)	Норма резервирования (%)	Ключевая ставка (среднее, %)
США	3,7	90	0–10	1,8
Германия	5,9	95	1	0,5
Япония	7,3	210	0,05–1,3	-0,1
Великобритания	5,2	145	0	1,2
Россия	2,8	55	4,0–4,5	8,5
Китай	4,3	195	8,0–12,0	3,8
Бразилия	2,1	80	21,0	9,2
Индия	2,6	75	4,0–4,5	5,5

Источник: составлено авторами по данным [21, 25]

Отдельно скажем и про такой показатель, как «уровень монетизации экономики» (отношение M2 к ВВП), который оказывает существенное положительное влияние на значение мультипликатора. Коэффициент корреляции между данными показателями составил $r = 0,68$ ($p < 0,05$). Исключением является Китай, где высокий уровень монетизации (195 %) [25] сочетается с относительно высокой нормой резервирования, что ограничивает рост мультипликатора [26, с. 140]. При этом ключевая процентная ставка демонстрирует умеренную отрицательную корреляцию с мультипликатором ($r = -0,61$, $p < 0,05$): высокие ставки в России и Бразилии сдерживают кредитную активность банков и снижают мультипликативный эффект [12; 18]. Совокупность выявленных корреляций позволяет утверждать, что ни один из рассмотренных факторов в отдельности не является исчерпывающим объяснением межстрановых различий – речь идёт о системном взаимодействии регуляторных, структурных и поведенческих детерминант.

Таким образом, результаты корреляционного анализа подтверждают многофакторную природу межстрановых различий в кредитной мультипликации. Для наглядного представления межгрупповых различий на рис. 1 приведена сравнительная диаграмма средних значений кредитного мультипликатора по восьми странам выборки за 2018–2024 годы.



Источник: составлено авторами по данным [15]

Рисунок 1 – Средние значения кредитного мультипликатора по странам выборки, 2018–2024 годы

Как видно из рис. 1, все четыре страны с развитой экономикой, такие как Япония, Германия, Великобритания и США, образуют обособленную группу с высокими значениями мультипликатора (3,9–7,3), в то время кок страны с развивающийся экономикой, а именно: Бразилия, Индия, Россия, Китай – концентрируются в диапазоне 2,3–4,6. Однако Китай, в принципе, можно отнести к исключению, так как средние значения кредитного мультипликатора данной станы (4,6) приближаются к нижней границе группы развитых стран, что обусловлено специфической моделью государственно управляемой кредитной экспансии. Визуальное представление данных подтверждает вывод о структурном, а не конъюнктурном характере межгруппового разрыва.

В таблице 3 представлены прогнозные значения кредитного мультипликатора на 2025–2026 годы с указанием ожидаемого прироста относительно 2024 года и основных факторов, определяющих прогноз по каждой стране.

Таблица 3 – Прогнозные значения кредитного мультипликатора и факторы прогноза, 2025–2026 годы

Страна	Группа	2024 (факт)	2025 (прогноз)	2026 (прогноз)	Прирост 2024–2026	Основной фактор прогноза
США	Развитая	3,9	4,1	4,2	+0,3	Нормализация баланса ФРС, умеренное снижение ставки
Германия	Развитая	6,2	6,3	6,4	+0,2	Стабильная кредитная активность, низкая норма резервирования
Япония	Развитая	7,8	7,9	8,0	+0,2	Постепенный выход из политики отрицательных ставок
Великобритания	Развитая	5,5	5,6	5,7	+0,2	Снижение ставки Банка Англии, рост ипотечного кредитования
Россия	Развивающаяся	2,9	2,9	3,0	+0,1	Сохранение высокой ключевой ставки, санкционные ограничения
Китай	Развивающаяся	4,6	4,7	4,8	+0,2	Государственная кредитная экспансия, стимулирование экономики
Бразилия	Развивающаяся	2,3	2,3	2,4	+0,1	Высокая норма резервирования, инфляционное давление
Индия	Развивающаяся	2,8	2,9	3,0	+0,2	Рост финансовой инклюзии, умеренное снижение ставки РБИ

* – прогнозные значения рассчитаны методом трендовой экстраполяции на основе данных [15], [18]

Источник: составлено авторами по данным [21, 23]

Представленные данные свидетельствуют о том, что в 2025–2026 годах межгрупповой разрыв в значениях кредитного мультипликатора сохранится на уровне 2,5–2,8 единицы. При этом наиболее медленный прирост прогнозируется для России (+0,1) и Бразилии (+0,1), что обусловлено сохранением жёстких монетарных условий и структурными ограничениями банковских систем. Индия демонстрирует несколько более оптимистичную динамику (+0,2) благодаря активной политике финансовой инклюзии и постепенному снижению ставки Резервного банка Индии (РБИ). Примечательно, что Китай показывает стабильный экономический рост, выражающийся в приросте на 0,2 пункта, что в значительной степени обусловлено активной государствен-

ной поддержкой кредитования. Тем не менее существующая высокая норма обязательных резервов продолжает сдерживать потенциал увеличения денежного мультипликатора.

Отметим также, что рис. 1 показывает средние значения, но он не раскрывает, как мультипликатор менялся под влиянием внешних факторов. Чтобы понять это, нужно проследить ключевые события, формировавшие его траекторию в 2018–2026 годах для обеих групп стран (рис. 2). Этот график наглядно покажет, как пандемия, инфляция и геополитические события последовательно влияли на условия кредитного мультипликатора. Рис. 2 чётко выделяет три фазы в его динамике.



* – прогнозные значения

Источник: составлено авторами с использованием материалов [21]

Рисунок 2 – Хронология динамики кредитного мультипликатора в развитых и развивающихся экономиках, 2018–2026 годы

Первая фаза (2018–2019) – стабильность кредитного мультипликатора в различных странах, который держался на уровне долгосрочных средних значений.

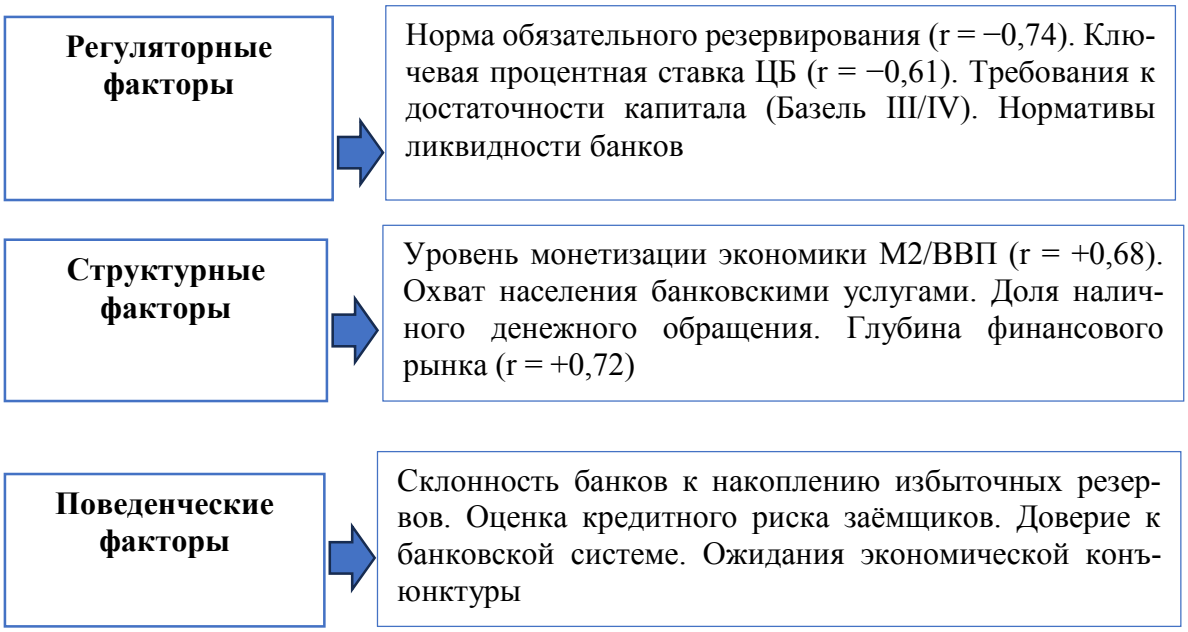
Вторая фаза (2020–2021) – пандемийный шок и его последствия: резкое снижение мультипликатора в развитых экономиках на фоне количественного смягчения

(QE – quantitative easing) и одновременное снижение в развивающихся экономиках вследствие роста неопределённости.

Третья фаза (2022–2024) – инфляционный цикл и нормализация: в развитых экономиках мультипликатор восстановился и превысил докризисные значения, тогда как в России он снизился до минимума 2,7 в 2022 году под воздействием экстраординарного повышения ключевой ставки.

Прогнозная четвёртая фаза (2025–2026) предполагает постепенное сближение показателей, однако структурный разрыв между группами стран сохранится.

Хронологический анализ, представленный на рис. 2, показывает, что динамика мультипликатора определяется не одним, а совокупностью взаимодействующих факторов. На рис. 3 представлена авторская классификация детерминант кредитного мультипликатора, сгруппированных по трём блокам: регуляторные, структурные и поведенческие.



Источник: составлено авторами

Рисунок 3 – Классификация детерминант кредитного мультипликатора

Данная классификация систематизирует выявленные в ходе исследования взаимосвязи и позволяет определить приоритеты политики для каждой группы стран. В целом, как видно из рис. 3, регуляторные факторы поддаются прямому управлению со стороны центрального банка и являются наиболее быстродействующими инструментами влияния на мультипликатор. Структурные факторы формируются в долгосрочной перспективе и требуют системных реформ финансового сектора. Поведенческие факторы наиболее сложно поддаются регулированию, поскольку определяются ожиданиями и доверием участников рынка – именно они обусловили парадоксальное снижение мультипликатора в развитых экономиках в 2020–2021 годах, несмотря на масштабное монетарное стимулирование.

В таблице 4 представлена матрица рисков для динамики кредитного мультипликатора в среднесрочной перспективе (2025–2027 годы) с оценкой вероятности реализации и силы воздействия для каждой группы стран. Представленная матрица рисков свидетельствует о том, что Россия подвержена наибольшему числу рисков с критическим уровнем воздействия. Геополитическая фрагментация и возможный гло-

бальный кризис оцениваются как факторы критического снижения мультипликатора для российской банковской системы, тогда как для развитых экономик их влияние ограничено умеренным уровнем. Единственным позитивным сценарием для России является снижение ключевой ставки Банка России, однако его реализация в условиях сохраняющегося инфляционного давления и геополитической неопределённости представляется ограниченной. Для Индии и Бразилии наиболее значимым риском остаётся инфляционная волатильность, вынуждающая центральные банки поддерживать жёсткую денежно-кредитную политику. Китай благодаря государственному контролю над банковской системой демонстрирует наибольшую устойчивость к внешним рискам среди развивающихся экономик выборки [23].

Таблица 4 – Матрица рисков для динамики кредитного мультипликатора, 2025–2027 годы

Риск	Вероятность	Влияние на m	Развитые экономики	Развивающиеся экономики	Россия
Ужесточение требований Базель IV	Высокая	−0,3–0,5	Умеренное снижение	Слабое влияние	Слабое влияние
Геополитическая фрагментация финансовой системы	Высокая	−0,2–0,4	Слабое влияние	Значительное снижение	Критическое снижение
Новый глобальный кризис / рецессия	Средняя	−0,5–1,0	Значительное снижение	Значительное снижение	Критическое снижение
Ускорение цифровизации и рост финтех-кредитования	Высокая	−0,1–0,3	Умеренное снижение	Умеренное снижение	Слабое влияние
Сохранение высокой инфляции	Средняя	−0,2–0,5	Слабое влияние	Значительное снижение	Значительное снижение
Снижение ключевых ставок ЦБ (позитивный сценарий)	Высокая	+0,2–0,5	Умеренный рост	Умеренный рост	Ограниченный рост

Источник: составлено авторами

Полученные результаты в целом согласуются с выводами предшествующих исследований, однако позволяют уточнить и расширить имеющиеся представления о природе межстрановых различий в кредитной мультипликации. Ряд авторов указывал на ключевую роль нормы обязательного резервирования как детерминанты мультипликатора [12; 27]. Настоящее исследование подтверждает данный вывод, однако показывает, что регуляторный фактор объясняет лишь часть наблюдаемых различий [7]. Интересен тот факт, что Китай, несмотря на высокую норму резервирования, демонстрировал мультипликатор, сравнимый с США, что указывает на компенсирующее влияние таких факторов, как высокий уровень монетизации и активная государственная кредитная политика [25; 26].

Однако в 2020–2021 годах, во время пандемии, развитые экономики столкнулись с неожиданным снижением кредитного мультипликатора, несмотря на масштабное монетарное стимулирование [15; 23]. Это произошло из-за того, что коммерческие банки предпочитали накапливать избыточные резервы вместо расширения кредитования в условиях неопределённости [17, с. 944]. Данный факт подтверждает критику традиционной модели мультипликатора, согласно которой центральный банк, увеличивая денежную базу, автоматически обеспечивает пропорциональный рост денежной массы [15, с. 130]. В действительности поведение коммерческих банков и их го-

товность к кредитованию определяются не только регуляторными требованиями, но и оценкой кредитного риска, уровнем доверия в экономике и ожиданиями относительно будущей экономической конъюнктуры. Восстановление мультипликатора в США до 3,9 к 2024 году подтверждает, что данный эффект носил временный характер и был обусловлен именно кризисной неопределённостью, а не структурными изменениями в банковской системе.

Для развивающихся экономик характерна иная проблематика. Низкие значения мультипликатора в России, Бразилии и Индии отражают структурные ограничения их банковских систем: высокую долю наличного денежного обращения, недостаточный охват населения банковскими услугами, высокий уровень процентных ставок и значительную долю проблемных кредитов [28, с. 112]. По данным Всемирного банка, в России доля взрослого населения, имеющего банковский счёт, составляет около 80 %, тогда как в Индии – около 78 %, в Бразилии – около 84 % [25; 27]. Для сравнения, в развитых странах данный показатель превышает 95–99 %. Низкий охват банковскими услугами ограничивает приток депозитов в банковскую систему и, следовательно, сдерживает кредитную мультипликацию. Примечательно, что Россия в 2022 году продемонстрировала снижение мультипликатора до 2,7 – реакцию на резкое повышение ключевой ставки Банка России до 20 % в феврале 2022 года в ответ на внешние шоки, что подтверждает высокую чувствительность мультипликатора к процентной политике в условиях развивающихся рынков [12, с. 241].

Существенную роль играет и институциональный фактор. Качество правовой защиты кредиторов, уровень развития кредитных бюро, прозрачность корпоративной отчётности – всё это влияет на готовность банков выдавать кредиты и, соответственно, на величину мультипликатора [6, с. 26]. Индекс финансового развития МВФ для стран выборки коррелирует с мультипликатором на уровне $r = 0,72$ ($p < 0,05$), что подтверждает значимость институциональной среды. Сопоставление результатов настоящего исследования с данными Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) о кредитной динамике в развитых экономиках [23] и исследованиями о детерминантах кредитного разрыва [24; 29; 30] позволяет сделать вывод о том, что выявленные закономерности носят устойчивый характер и не являются артефактом выбранного периода наблюдения. Межгрупповой разрыв в значениях мультипликатора воспроизводится на протяжении как минимум двух десятилетий и обусловлен фундаментальными различиями в уровне финансового развития, а не конъюнктурными факторами.

Прогнозные расчёты на 2025–2026 годы, представленные в таблице 3, свидетельствуют о сохранении межгруппового разрыва. Среднее значение мультипликатора по группе развитых экономик ожидается на уровне 5,8–6,0 к 2026 году, тогда как по группе развивающихся – 3,3–3,5. Наиболее динамичный рост прогнозируется для Японии (до 8,0) и Китая (до 4,8), тогда как Бразилия и Россия демонстрируют минимальный прирост (0,2–0,3 единицы за два года). Для России прогноз остаётся сдержанным: сохранение высокой ключевой ставки Банка России (16–21 % в 2024–2025 годах) в условиях структурной перестройки экономики ограничивает кредитную активность банков и препятствует росту мультипликатора. Даже при постепенном снижении ставки до 12–14 % к 2026 году значение мультипликатора вряд ли превысит 3,2–3,3, что соответствует нижней границе диапазона развивающихся экономик.

Анализ рисков и угроз для динамики кредитного мультипликатора в среднесрочной перспективе позволяет выделить несколько ключевых факторов неопределённости. Во-первых, возможное ужесточение требований к достаточности капитала банков в рамках стандартов Базель IV (Базельский комитет по банковскому надзору)

способно снизить мультипликатор в развитых экономиках на 0,3–0,5 единицы. Во-вторых, нарастающая геополитическая фрагментация мировой финансовой системы создаёт риски для развивающихся экономик: ограничение доступа к международным рынкам капитала снижает ресурсную базу банков и сдерживает кредитную экспансию. Для России данный риск является наиболее острым: санкционные ограничения 2022–2024 годов уже привели к сокращению внешнего фондирования банковской системы и усилению зависимости от внутренних источников ликвидности [12, с. 244]. В-третьих, ускорение цифровизации финансовых услуг и развитие небанковского кредитования (финтех-компании, цифровые валюты центральных банков) создают структурные вызовы для традиционного механизма кредитной мультипликации: часть денежного оборота выходит за пределы банковской системы, что может привести к систематическому снижению мультипликатора даже при благоприятных макроэкономических условиях [11]. В-четвёртых, для Индии и Бразилии существенным риском остаётся высокая инфляционная волатильность, вынуждающая центральные банки поддерживать жёсткую денежно-кредитную политику и тем самым ограничивать мультипликативный потенциал банковских систем.

Заключение

Проведённое исследование позволяет сформулировать ряд выводов, имеющих как теоретическое, так и практическое значение. Анализ кредитного мультипликатора восьми стран за период с 2018 по 2024 год показал устойчивый и значительный разрыв между развитыми (США, Германия, Япония, Великобритания) и развивающимися (Россия, Китай, Бразилия, Индия) экономиками. Среднее значение мультипликатора в развитых странах составило 5,5, тогда как в развивающихся – 3,0, что почти вдвое ниже. Этот структурный разрыв не может быть объяснён исключительно различиями в нормах обязательного резервирования [27, с. 70].

Корреляционный анализ позволил установить, что норма обязательного резервирования является наиболее мощным ограничивающим фактором (отрицательная корреляция $r = -0{,}74$), что подтверждается минимальным значением мультипликатора в Бразилии при 21 % резервирования. В то же время уровень монетизации экономики действует в противоположном направлении (положительная корреляция $r = +0{,}68$), что объясняет рекордные значения мультипликатора в Японии при 210 % ВВП. Заметим, что и ключевая процентная ставка центрального банка также оказывает значимое сдерживающее воздействие ($r = -0{,}61$): именно поэтому Россия со средней ставкой 8,5 % и Бразилия с 9,2 % устойчиво занимают нижние позиции в выборке. Наконец, качество институциональной среды и уровень финансового развития ($r = +0{,}72$) подтверждают, что развитие кредитных бюро, правовая защита кредиторов и финансовая инклюзия являются не менее важными условиями роста мультипликатора, чем регуляторные параметры [6, с. 26]. Принципиально важно, что ни один из перечисленных факторов не является самодостаточным объяснением межстрановых различий – речь идёт о системном взаимодействии, в котором регуляторные решения усиливаются или нейтрализуются структурными и поведенческими условиями.

Анализ динамики мультипликатора в период пандемии 2020–2021 годов выявил принципиальное ограничение традиционной модели денежного мультипликатора: увеличение денежной базы не влечёт автоматического пропорционального роста денежной массы. Поведенческие факторы: склонность банков к накоплению избыточных резервов в условиях неопределённости – способны полностью нейтрализовать эффект монетарного стимулирования. Восстановление мультипликатора в США до 3,9 к 2024 году подтверждает временный характер данного эффекта, однако сам факт

его возникновения требует учёта при разработке антикризисных мер денежно-кредитной политики.

Прогнозные расчёты на 2025–2026 годы, представленные в таблице 3 и на рисунке 1, свидетельствуют о сохранении межгруппового разрыва на уровне 2,5–2,8 единицы. Наиболее тревожная ситуация складывается в России: сочетание высокой ключевой ставки (16–21 % в 2024–2025 годах), санкционных ограничений на внешнее фондирование и структурной перестройки экономики формирует комплекс факторов, препятствующих росту мультипликатора. Прогнозное значение для России к 2026 году составляет лишь 3,0 – минимальный прирост в 0,1 единицы за два года [12, с. 236]. Для сравнения, Китай при сопоставимых стартовых условиях демонстрирует прирост 0,2 единицы благодаря активной государственной кредитной политике. Индия, несмотря на более низкое стартовое значение (2,8), показывает сопоставимую с Китаем динамику (+0,2) за счёт роста финансовой инклюзии [28, с. 45].

Для развивающихся экономик, стремящихся повысить кредитную активность своих банковских систем, результаты исследования указывают на необходимость комплексного подхода. Снижение нормы обязательного резервирования является необходимым, но недостаточным условием роста мультипликатора [11]. Не менее важны последовательное снижение инфляции и ключевой процентной ставки, развитие финансовой инфраструктуры и повышение охвата населения банковскими услугами, укрепление правовой защиты кредиторов и совершенствование системы оценки кредитоспособности заёмщиков. Среди угроз, способных замедлить рост мультипликатора в среднесрочной перспективе, следует выделить: ужесточение требований к достаточности капитала в рамках стандартов Базель IV, геополитическую фрагментацию мировой финансовой системы, ускорение цифровизации и развитие небанковского кредитования, выводящего часть денежного оборота за пределы традиционной банковской системы [11; 17]. Таким образом, на взгляд авторов настоящей статьи, преодоление разрыва в значениях кредитного мультипликатора между развитыми и развивающимися экономиками потребует не менее десяти лет целенаправленных структурных реформ финансовых систем и последовательного снижения макроэкономической нестабильности.

Список источников:

1. Абдуразаков Т. К. Сущность процесса денежной мультипликации и проблема корректности расчёта денежного мультипликатора // Финансы и кредит. – 2008. – № 37(325). – С. 54-63. – EDN JRFWRJ.

2. Александрова А. А. Политика обязательных резервов банка России в современных условиях // Актуальные проблемы и перспективы развития экономики: российский и зарубежный опыт. – 2020. – № 6(31). – С. 79-83. – EDN KNLTBM.

3. Третьякова С. Н. К вопросу о механизме банковской мультипликации // Власть и управление на Востоке России. – 2011. – № 4(57). – С. 27-33. – EDN ONIQSP.

4. Господарчук Г. Г., Довбыш Д. Д. Мультипликативный потенциал как инструмент оценки активности коммерческих банков // Вестник Нижегородского университета им. Н. И. Лобачевского. – 2013. – № 3-3. – С. 60-66. – EDN RTQNCR.

5. Mnatsakanyan R. The impact of reserve requirements on macroeconomic and financial stability in a small open economy // SN Business & Economics. – 2024. – Vol. 4, No. 12. – P. 164. – DOI 10.1007/s43546-024-00758-8. – EDN ZGGEFE.

6. Sahay R., Čihák M., N'Diaye P. et al. Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets / IMF Staff Discussion Note SDN/15/08. – Washington, D.C.: IMF, 2015. – 41 p. – URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf.

7. Довбыш Д. Д. Оценка мультипликативного потенциала банковской системы // Финансы и кредит. – 2012. – № 45(525). – С. 17-24. – EDN PIDTTZ.

8. Шашкина М. Е., Довбыш Д. Л. Оценка резервов роста денежного мультипликатора с учётом факторов мультипликативной модели // Финансы и кредит. – 2013. – № 4(532). – С. 43-50. – EDN PMPWMN.

9. Adam C., Kessy P. Assessing the Stability and Predictability of the Money Multiplier in the EAC: The Case of Tanzania. – London: International Growth Centre, 2010. – 29 p.

10. Drehmann M., Pradhan S., Wooldridge P., Szemere R. Recent Enhancements to the BIS Statistics // BIS Quarterly Review. – 2016. – September. – P. 1-15.

11. Revenda Z. Money and Credit Multipliers in Selected Economies // Politická ekonomie. – 2016. – Vol. 64, No. 5. – P. 505-523. – URL: https://polek.vse.cz/artkey/pol-201605-0001_Penezni-a-uverove-multiplikatory-ve-vybranych-ekonomikach.php.

12. Dunaev B. B. Economy Regulating by Using the Credit Multiplier // Cybernetics and Systems Analysis. – 2024. – Vol. 60, No. 2. – P. 234-247. – DOI 10.1007/s10559-024-00664-9. – EDN ABPYJL.

13. Кушнир И. В. Макроэкономика. – Москва : Дашков и К°, 2010. – 312 с.

14. Шерстнева Г. С. Учебное пособие по финансовой статистике. – Саратов : Научная книга, 2012. – 288 с.

15. Demirgüç-Kunt A., Klapper L., Singer D., Ansar S., Hess J. The Global Findex Database 2017: Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution. – Washington, D.C.: World Bank, 2018. – 151 p. – DOI 10.1596/978-1-4648-1259-0.

16. Friedman M., Schwartz A. J. A Monetary History of the United States, 1867–1960. – Princeton: Princeton University Press, 2008. – 888 p.

17. Bernanke B. S. The New Tools of Monetary Policy // The American Economic Review. – 2020. – Vol. 110, No. 4. – P. 943-983. – DOI 10.1257/aer.110.4.943. – EDN MIGUBM.

18. Monetary Sector Credit to Private Sector (% GDP) // The World Bank Group. – Washington, D.C.: World Bank, 2024. – URL: https://data.worldbank.org/indicator/FM.AST.PRVT.GD.ZS.

19. Total Credit to the Non Financial Sector (Core Debt), % of GDP // Bank for International Settlements. – Basel: BIS, 2016. – URL: https://www.bis.org/statistics/totcredit/tables_f.pdf.

20. Credit to GDP Gap // BIS Statistical Bulletin. – 2018. – March. – P. 331-335. – URL: https://www.bis.org/statistics/tables_j.pdf.

21. International Financial Statistics // International Monetary Fund. – Washington, D.C.: IMF, 2024. – URL: https://www.imf.org/en/Data.

22. International Monetary Fund. World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown. – Washington, D.C.: IMF, 2020. – 214 p.

23. Quaglietti L. Recent Credit Dynamics across Advanced Economies: Drivers and Effects // OECD Economics Department Working Papers. – 2024. – No. 1826. – DOI 10.1787/458e2f58-en.

24. Stolbov M., Shchepeleva M. In Search of Global Determinants of National Credit to GDP Gaps // Risks. – 2022. – Vol. 10, No. 12. – P. 233. – DOI 10.3390/risks10120233. – EDN TBASKJ.

25. Broad Money (% of GDP) // The World Bank Group. – Washington, D.C.: World Bank, 2024. – URL: https://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.BMNY.GD.ZS.

26. Basel III: Finalising Post Crisis Reforms. – Basel: Bank for International Settlements, 2017. – 162 p. – URL: https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.htm.

27. The Global Findex Database 2021: Financial Inclusion, Digital Payments, and Resilience in the Age of COVID 19. – Washington, D.C.: World Bank, 2022. – 186 p. – DOI 10.1596/978-1-4648-1897-4.

28. Mishkin F. S. The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. – 12th ed. – New York: Pearson, 2019. – 752 p.

29. Щепелева, М. А. К вопросу о взаимосвязи денежно-кредитной и макропруденциальной политики / М. А. Щепелева // Вестник Института экономики Российской академии наук. – 2016. – № 1. – С. 181-197. – EDN VLFOHV.

30. Rajan R. G., Zingales L. Financial dependence and growth // The American Economic Review. – 1998. – Vol. 88, No. 3. – P. 559-586. – EDN GRLMUD.

Статья поступила в редакцию / Received: 26.03.2026
Доработана после рецензирования / Revised: 02.06.2026
Принята к публикации / Accepted: 03.06.2026