

DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-3-148-165

УДК 338.242,336.64(045)

JEL E29, E43, E52

Финансовая стабильность и экономическое развитие: расстановка приоритетов

В.Д. Смирнов

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

АННОТАЦИЯ

Предмет исследования — влияние денежно-кредитной политики на динамику экономического развития страны. **Цель** работы — определить причинно-следственные связи устанавливаемой регулятором процентной ставки и реакции на нее нефинансовых компаний и банков. **Методологическую** основу исследования составили теория экономического роста и экономической политики, эмпирико-статистический и качественный анализ. **В результате** исследования установлено, что в то время, как регулятор успешно решает задачу обеспечения устойчивости банковского сектора, его действия по поддержке роста российской экономики далеко не всегда являются эффективными. Сделан **вывод**, что ключевая ставка должна быть направлена на тех, кто способен решить проблему инфляции. Это поможет избежать негативного влияния на всех экономических акторов, включая тех, кто развивает производство и повышает производительность труда. Такой подход сбалансирует товарное предложение и спрос.

Ключевые слова: управление инфляцией; ключевая процентная ставка; рост экономики; источники финансирования деятельности предприятий; спрос и предложение

Для цитирования: Смирнов В.Д. Финансовая стабильность и экономическое развитие: расстановка приоритетов *Финансы: теория и практика*. 2025;29(3):148-165. DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-3-148-165

ORIGINAL PAPER

Financial Stability and Economic Development: Setting Priorities

V.D. Smirnov

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation

ABSTRACT

The subject of the study is the influence of monetary policy on the dynamics of the country's economic development. **The purpose** of the paper is to establish causal relationships between the key interest rate set by the regulator and the reaction of non-financial companies and banks to it. **The methodological basis** of the study was the theory of economic growth and economic policy, empirical-statistical and qualitative analysis. As a **result** of the study, while the regulator successfully solves the problem of ensuring the banking sector's stability, its actions to support the growth of the Russian economy are not always effective. It is **concluded** that it is expedient to set the key rate at such a level that it would be aimed at those who are able to solve the problem of inflation, and would not have an indiscriminate impact on all economic actors, including those that ensure the production capacity increase and the labor productivity growth in order to balance product supply with demand.

Keywords: inflation management; key interest rate; economic growth; sources of enterprises' financing; supply and demand

For citation: Smirnov V.D. Financial stability and economic development: Setting priorities. *Finance: Theory and Practice*. 2025;29(3):148-165. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-3-148-165

ВВЕДЕНИЕ

Под финансовой стабильностью регулятор понимает устойчивость финансовой, прежде всего банковской, системы к различным шо-

кам¹. Основной целью денежно-кредитной политики (ДКП) Банка России является «обеспечение ценовой стабильности, то есть низкой и стабильной инфляции. Обеспечивая цено-

¹ URL: <https://cbr.ru/finstab/> (дата обращения; 30.05.2024).

вую стабильность, Банк России создает условия для успешной перестройки экономики, начавшейся в 2022 г., и ее сбалансированного роста в дальнейшем»².

С поддержанием надежности банковской системы регулятор успешно справляется, а с решением задачи достижения низкого уровня инфляции имеются проблемы. Как указывает регулятор, «ужесточение ДКП в 2023 г., в отличие от эпизодов 2014 и 2022 гг., произошло не в условиях кризиса в целях предотвращения рисков для финансовой стабильности, а в условиях быстрого восстановления экономики для сдерживания инфляции»³.

Российская экономика нуждается в обновлении в связи с прекращением прежнего характера отношений с большинством индустриально развитых стран, вследствие чего радикально повышается роль отечественных производителей огромного количества товарных позиций в удовлетворении внутреннего спроса. Для этого большинству российских предприятий необходимы модернизация и расширение парка своего оборудования для увеличения производства готовой продукции и обеспечения его качества на уровне лучших мировых образцов, чтобы быть конкурентоспособными. Для решения этой проблемы критически важно наличие долгового и акционерного финансирования капитальных инвестиций и увеличение оборотного капитала. Однако по отношению к ВВП кредитование российских нефинансовых организаций, являющееся для банков основным видом активных операций, а для подавляющего числа предприятий основным инструментом внешнего привлечения средств для своего развития, существенно ниже такого показателя во многих развитых странах. В условиях прекращения иностранного кредитования (банковского и торгового), отсутствия доступа к международному рынку капитала и наличия небольшого отечественного фондового рынка предприятиям сложно найти другие способы финансирования расширения и модернизации своего производства (помимо ограниченных собственных средств и инвестиций существующих акционеров) для удовлетворения спроса и обеспечения роста экономики.

² Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. Банк России. Ноябрь 2023. 193 с. URL: https://cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2024_2026/ (дата обращения: 20.05.2024).

³ Обзор финансовой стабильности. II–III кварталы 2023 г. Банк России. Ноябрь 2023. С. 2. URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/46610/2_3_q_2023.pdf (дата обращения: 25.05.2024).

Как следствие, возникает разрыв между предложением, поскольку предприятиям сложно быстро заполнить ниши, образовавшиеся в связи с уходом с российского рынка западных компаний, и спросом, который, за исключением субсидируемой ипотеки, мало изменился в физическом измерении.

Регулятор повышает ключевую процентную ставку, аргументируя это необходимостью бороться с «перегревом» в некоторых секторах экономики и делая запретительно дорогими кредиты для многих предприятий всех отраслей. В результате дисбаланс спроса и предложения не устраняется, а инфляция в условиях товарного дефицита не уменьшается.

Борьба регулятора с инфляцией мешает росту предложения товаров отечественными компаниями. Это замедляет экономику и усиливает разрыв с быстро развивающимися странами, включая Китай. Правительство РФ стремится увеличить производство и его эффективность, чтобы ВВП страны рос быстрее среднемирового уровня⁴. В такой ситуации стоит пересмотреть меры по снижению инфляции. Они должны более точно решать проблему, учитывая ее причины. Возможно, потребуются принять дополнительные шаги для перестройки экономики.

Необходимо также отметить, что благополучие финансового сектора зависит от состояния его основных заемщиков — предприятий. Если им не хватает финансирования, они не могут обновить технологии и повысить конкурентоспособность. Это снижает их доходы и затрудняет возврат кредитов. В результате банки могут оказаться неспособными выплатить вкладчикам не только проценты, но и вернуть депозиты. Это угрожает финансовой стабильности кредитных организаций.

Иными словами, финансовая стабильность финансовой системы страны и развитие экономики, в которой сбалансированы спрос и предложение, тесно связаны. Поэтому изучение этой взаимосвязи для понимания причин, препятствующих сочетанию устойчивого финансового состояния банков с их вкладом в развитие предприятий и успешную перестройку экономики, имеет важное значение как с научной, так и с практической точек зрения.

БАНКОВСКИЙ КРЕДИТ И РОСТ ЭКОНОМИКИ

Регулятор справедливо отмечает, что денежно-кредитная политика создает важные, но не един-

⁴ Новак не поддержал термин «военное кейнсианство» применительно к России. РБК 07 июня 2024. URL: https://www.rbc.ru/politics/07/06/2024/6662b0509a7947a447d4c3d0?from=from_main_2 (дата обращения: 07.06.2024).

ственно необходимые условия для успешной структурной перестройки экономики, и что меры ДКП сами по себе не могут повлиять на изменение потенциала экономики, «поскольку он определяется такими факторами, как накопление капитала, численность трудовых ресурсов, производительность труда и капитала, в том числе в результате внедрения новых технологий». Необходимы также действия со стороны правительства в области бюджетной мотивации и институциональных преобразований. Но подразумевается, что ДКП в своей контрциклической ипостаси может воздействовать на интенсивность использования указанных факторов, обеспечивая меньший циклический спад или перегрев в экономике⁵. Вместе с тем вряд ли стоит преуменьшать влияние банковского кредита на экономику страны, поскольку на прямую поддержку перестройки экономики у государственного бюджета имеется на порядок меньше возможностей (3,9 трлн руб. в 2024 г.), чем у кредитной системы (62 трлн руб. — задолженность нефинансовых организаций банкам на 01.01.2024).

Регулятор указывает, что «для ограничения рисков отклонения инфляции от цели, а экономики — от траектории сбалансированного роста требуется своевременная и соразмерная реакция со стороны денежно-кредитной политики»⁶. Иными словами, Банк России пытается исправить через ключевую ставку некоторые несовершенства, которые, как он полагает, имеются в развитии экономики страны. На практике получается, что регулятор сдерживает финансирование экономики повышенной стоимостью денег для заемщиков и мотивированием потребителей к сбережению, нежели расходованию денег на приобретение новых товаров и услуг, апеллируя к недостатку их предложения. Более того, повышается стоимость капитала, который требует намного большей рентабельности от инвестиций, чем повышенная доходность по банковскому вкладу, что, в свою очередь, сдерживает акционерное финансирование проектов, поскольку инвесторы считают, что доходность, которую ранее можно было

достичь только вложениями в рискованные проекты, теперь вполне достижима и при безрисковом банковском депозите.

Вследствие этого возникает коллизия между желанием предприятий увеличить предложение через расширение своих производственных мощностей и их возможностями сделать это (что констатирует и сам регулятор⁷), в том числе за счет привлечения кредита, который оказывается очень дорог и для многих недоступен. Это консервирует текущую ситуацию дисбаланса спроса и предложения, а следовательно, и рост экономики.

В этом контексте познавательно заключение К.-С. Ли и К. А. Вернера [1, с. 27–28] по результатам их эмпирического исследования о том, что в условиях дисбаланса спроса и предложения процентные ставки гораздо менее полезны в качестве переменной управления экономикой, так как динамика хозяйственной жизни определяется количеством произведенных товаров и услуг. Дело в том, что при неравновесии спроса и предложения применяется принцип «короткой» стороны, которая при превышении спроса над предложением нередко злоупотребляет этой рыночной властью завышением цены. Исследуя соответствующие данные за последние 50 лет в Великобритании, США, ФРГ, Японии, они также не нашли эмпирического подтверждения какой-либо последовательной поддержки статистической причинно-следственной связи, идущей от процентных ставок к экономическому росту. Расчеты автора подтверждают отсутствие устойчивой зависимости между этими двумя показателями: корреляция между динамикой процентных ставок и ростом ВВП составляет за последние 20 лет в США 0,06, в КНР — –0,83 и в РФ — –0,42. Соответственно, для обеспечения устойчивого роста экономики представляется целесообразным обратить внимание на объем кредитования, увеличение которого содействует росту производства товаров и услуг и изменение которого более релевантно в объяснении динамики ВВП. По расчетам автора, корреляция между ВВП и объемом банковского кредитования нефинансового сектора и домохозяйств за период 2008–2023 гг. в США составляла 0,98, в КНР — 0,99, в РФ — 0,99 (табл. 1–3 Приложения).

Однако взаимосвязь объема кредитной поддержки экономики и ее роста не всегда линейна. Исследование Ж.-Л. Аркана, Э. Беркеса и У. Паницци

⁵ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. Банк России. Ноябрь 2023. 193 с. URL: https://cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2024_2026/ (дата обращения: 07.06.2024).

⁶ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. Банк России. Ноябрь 2023. 193 с. URL: https://cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2024_2026/ (дата обращения: 07.06.2024).

⁷ О чем говорят тренды: макроэкономика и рынки. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. Банк России, Апрель 2024. 27 с.

Таблица 1 / Table 1

Банковские кредиты и ВВП страны / Bank Loans and Country's GDP

Кредиты банков (на 1 января каждого года) и ВВП РФ (за предыдущий год) / Bank loans (as of January 1 of each year) and Russian GDP (for the previous year)	2011	2014	2017	2020	2022	2023	2024	Рост 2023 г. к 2010 г. / Growth 2023 to 2010
Кредиты, предоставленные банками РФ нефинансовым организациям, трлн руб. / Loans provided by Russian banks to non-financial organizations, trln rubles	13,7	21,8	29,7	33,3	43,5	50,4	62,0	4,5
Кредиты, предоставленные банками РФ физическим лицам, трлн руб. / Loans provided by Russian banks to households, trln rubles	4,1	10,0	10,8	17,7	25,1	27,4	33,8	8,3
ИТОГО: кредиты в экономику, трлн руб. / TOTAL: loans to the economy, trln rubles	17,8	31,8	40,5	50,9	68,5	77,8	95,7	5,4
ВВП РФ в текущих ценах, трлн руб. / Russian Federation's GDP at current prices, trln rubles	46,3	73,0	85,6	109,6	135,8	155,2	172,1	3,7
Отношение банковских кредитов в экономику к ВВП, % / Ratio of bank loans to the economy to GDP, %	38,5	43,5	47,3	46,4	50,5	50,1	55,6	1,4
Отношение банковских кредитов нефинансовым организациям к ВВП, % / Ratio of bank loans to non-financial organizations to GDP, %	29,7	29,9	34,7	30,3	32,0	32,5	36,0	1,2

Источник / Source: составлено автором с использованием данных из следующих источников: Сведения по кредитам – по данным ЦБ РФ «Статистические показатели банковского сектора РФ»; Сведения по ВВП РФ – по данным Федеральной службы государственной статистики / Compiled by the author using data from the following sources: Information on loans – according to the Central Bank of Russia “Statistical indicators of the banking sector of the Russian Federation”; Information on the GDP of the Russian Federation – according to the Federal State Statistics Service.

[2, с. 1, 24] обнаруживает, что банковское долговое финансирование оказывает позитивное влияние на рост производства до тех пор, пока кредиты частному сектору не превышают 100% ВВП. При этом взаимосвязь между финансовой глубиной и экономическим ростом зависит от того, используется ли кредитование для финансирования инвестиций в производственные активы или для нагнетания спекулятивных пузырей.

Декомпозиция показателя совокупного банковского кредитования частного сектора по 45 развитым и развивающимся странам [3, с. 23–24] показывает, что:

1) кредит предприятиям ускоряет экономический рост, тогда как кредит домохозяйствам не оказывает никакого эффекта;

2) кредит предприятиям уменьшает неравенство доходов, тогда как кредит домохозяйствам не влияет на этот показатель;

3) кредит домохозяйствам отрицательно связан с чувствительностью к избыточному потреблению, в то время как между кредитом предприятий и чувствительностью к избыточному потреблению нет никакой связи.

В РФ соотношение между банковскими кредитами, предоставленными физическим лицам и нефинансовым организациям, и ВВП с 2010 г. постепенно растет, достигнув в 2023 г. 55,6%. Объем кредитов физическим лицам увеличился в 8,3 раза, корпоративным клиентам – в 4,5 раза, а отношение банковских кредитов нефинансовым организациям к ВВП увеличилось только в 1,2 раза (табл. 1). При

Таблица 2 / Table 2

**Кредиты частным нефинансовым организациям в % к ВВП на 31.12.2023 /
Loans to Private Non-Financial Organizations in % of GDP as of 31 December 2023**

Кредиты / Loans	ФРГ / Germany	Великобритания / UK	Китай / China	США / US	Япония / Japan	Франция / France	РФ / Russia
Кредиты всего / Loans total	122	144	200	150	181	213	99
Кредиты только от местных банков / Loans only from domestic banks	78	79	195	49	123	106	60

Источник / Source: составлено автором с использованием данных из следующего источника: / Compiled by the author using data from the following source: URL: https://data.bis.org/topics/TOTAL_CREDIT/tables-and-dashboards (дата обращения: 23.06.2024) / (accessed on 23.06.2024).

этом вынужденное рефинансирование российскими банками кредитов, ранее предоставленных крупным российским компаниям иностранными кредитными организациями, является замещением кредиторов, а не дополнительным финансированием заемщиков, хотя в отечественной статистике это выглядит как дополнительная кредитная поддержка экономики. Можно допустить, что такие кредиты снижают аппетит банков к кредитованию менее крупных заемщиков.

Таким образом с учетом выводов указанных эмпирических исследований и приведенных данных по РФ можно предположить, что у банковской системы страны существует огромный потенциал наращивания кредитной поддержки экономики, а также потребность в изменении ее текущей структуры прежде всего в пользу востребованного долгового финансирования промышленных компаний, развитие которых и ускоряет ее рост и выравнивает дисбаланс между спросом и предложением. Это предположение подтверждается оценкой АКРА о превышении российскими банками норматива достаточности капитала (в течение 2020–2023 гг. оно выросло с 4 до 5 трлн руб.), что «при прочих равных дает возможность увеличения кредитного портфеля почти на 60 трлн руб.»⁸. Это может приблизить соотношение банковского кредитования и ВВП РФ к уровню многих развитых экономик (см. табл. 2).

Рассматривая финансовую устойчивость нефинансового сектора экономики, регулятор обращает

внимание прежде всего на крупнейшие компании, отмечая, что несмотря на ужесточение условий предоставления кредитов, эти компании снизили чувствительность к процентному риску и качество кредитов не ухудшилось⁹. При этом регулятор утверждает, что «близкий к рекордному уровень корпоративной прибыли в большинстве секторов дает компаниям возможность полагаться при инвестировании не столько на заемное финансирование, сколько на собственные средства»¹⁰. В 2023 г. больше половины всех опрошенных регулятором предприятий обрабатывающей промышленности и добычи полезных ископаемых планировали расширение и модернизацию производственных мощностей из-за растущего внутреннего спроса и работы на пределе существующих производственных возможностей, поскольку у 70% компаний доля современных машин и оборудования не превышала 50%. Предприятия сообщают, что они финансировали свои инвестиции преимущественно за счет внутренних источников: в 2023 г. это сделали 81% компаний. При этом у значительной части из них (61%) собственные средства выступали доминирующим источником финансирования и покрывали более 90% инвестиционных расходов¹¹.

Ориентация на внутренние ресурсы для финансирования своей деятельности является, с одной стороны, вполне нормальным явлением для корпоративного сектора экономики. Вместе с тем мнение

⁸ Двойной удар. Российский банковский сектор: прогноз на 2024 год. АКРА. 27 декабря 2023 г. 15 с. URL: https://www.acra-ratings.ru/upload/iblock/886/7ehk2k9l9ndsg67tytdyamge8302vj/20231227_RFIVP.pdf (дата обращения: 11.06.2024).

⁹ Обзор финансовой стабильности. IV квартал 2023 г.— I квартал 2024 г. Банк России. Май 2024. 68 с.

¹⁰ Резюме обсуждения ключевой ставки. Банк России. 13 мая 2024 г. 12 с.

¹¹ Инвестиционная активность в промышленности в 2023 году: результаты опроса предприятий. Банк России. Январь 2024 г. 26 с.

о том, что многие предприятия могут на 80–90% самофинансировать свое развитие, представляется, в лучшем случае, статистическим усреднением ситуации. Крупные компании обладают огромной финансовой мощностью (как за счет внутренне генерируемых ресурсов, так и благодаря большей доступности долгового финансирования по объемам и стоимости, с одной стороны, и привлечения средств как от банков, так и с рынка капитала — с другой). Но их финансовое положение не сравнимо со скудостью финансовых возможностей большинства других нефинансовых компаний, для которых кредитная поддержка и величина процентной ставки имеют в разы более важное значение, чем для крупных компаний. Более того, многие крупные компании мало что производят непосредственно для потребления населением или принимают участие в создании средств производства, которые так востребованы в нынешних условиях. Они ориентированы на экспорт продукции и получают выгоду от высоких экспортных цен и низкого курса рубля, что и позволяет им чувствовать себя финансово вольготно.

У работающих, главным образом, на внутренний рынок средних и малых компаний, как и ряда крупных компаний, которые получили исторический шанс заполнить ниши ушедших с отечественного рынка финансово и технологически мощных иностранных корпораций и таким образом сбалансировать спрос и предложение (в обрабатывающих производствах, например, на долю реально ушедших компаний пришлось в 2023 г. 35% выручки в этом секторе экономики РФ [4, с. 3]), таких возможностей, как правило, нет. Поэтому банковский кредит для их развития критически важен не только для поддержки инвестиций, но и для пополнения оборотного капитала, потребность в котором резко увеличивается при росте продаж.

Исследуя взаимосвязь чувствительности инвестиций и денежного потока, Э. Алмейда и М. Кампелло [5, с. 23] приходят к заключению, что для компаний с финансовыми ограничениями такая чувствительность увеличивается, в то время как для компаний без ограничений никаких подобных эффектов не наблюдается. Иными словами, для бизнеса МСП сложности с кредитной поддержкой их деятельности означают откладывание инвестиций до тех пор, пока не появятся собственные средства.

Более того, они сильно зависят от импорта оборудования, сырья и компонентов, которые используют для производства своих готовых изделий, чтобы удовлетворить внутренний спрос. Помимо этого, предприятиям необходимо самостоятельно и за свой счет разрабатывать новые технологиче-

ские решения, поскольку, как отмечают в Правительстве РФ, «с Россией мало кто может поделиться «технологическими возможностями того уровня, который ей нужен»¹².

Отсылка регулятора на невозможность успешной структурной перестройки экономики только средствами ДКП без влияния на такую трансформацию «накопления капитала, численности трудовых ресурсов, производительности труда и капитала, в том числе в результате внедрения новых технологий», корректная для развитых рыночных экономик, не учитывает, однако, некоторые особенности развития российского национального хозяйства.

Уровень производительности зависит от наличия современного оборудования, производить которое российским предприятиям в настоящее время затруднительно из-за недостатка финансов в связи с высокой стоимостью кредита, даже если они имеют соответствующие технологии, а обращение за акционерным финансированием сдерживается отсутствием дополнительных ресурсов у текущих собственников, скромным объемом рынка капитала и сложностью выхода на него для не самых крупных компаний. В результате низкая производительность устаревшего оборудования требует все большего числа сотрудников при увеличении объемов производства, а также пополнения оборотного капитала, на которое уходят заработанные собственные средства. Помимо этого, существует другая проблема, связанная с тем, что прежняя нацеленность розничного и промышленного спроса на импортные товары переориентировала спрос на специалистов с технических профессий, потребность в которых уменьшалась в связи с сокращением или закрытием соответствующих производств, на социально-экономические. То есть у нас не тотальный недостаток работников, а структурные перекосы в их подготовке и спросе, которые существовали последние четверть века. При устранении указанных недостатков и переоснащении российских предприятий новым оборудованием ситуация будет исправлена как с производительностью, так и с занятостью.

Капитал не возникает из воздуха, он либо появляется в результате успешной предпринимательской деятельности (для многих людей прежде всего в МСП), либо за счет накопления излишков заработной платы среднего и высшего менеджмента

¹² Мантуров ответил на вопрос о рисках для европейских компаний в России. РБК, 07 июня 2024. URL: <https://www.rbc.ru/business/06/06/2024/666204979a79475e2cb33f05> (дата обращения: 07.06.2024).

крупных компаний, а также доходов от вложений на фондовом рынке. Эти направления создания капитала имеются в стране, но пока не приобрели такого значения, как в экономиках, которые развивались в рамках рыночных отношений столетиями. Во всех случаях для накопления капитала, как и решения вопросов с технологическим перевооружением и изменением занятости, нужно время и поэтому рассчитывать на его скорое появление в сравнимых с банковским кредитом объемах вряд ли возможно.

В плановом хозяйстве советского периода, в основе которого были крупные производства, многие из которых, возможно в измененном виде, составляют основу современной российской экономики, не предусматривалось места для МСП. Между тем в рыночной экономике малые и средние предприятия как раз и обеспечивают гибкость реагирования на изменения спроса и являются важной частью «невидимой руки рынка». Вклад таких предприятий в ВВП наиболее экономически развитых стран находится на уровне 55–65%, а в странах с наименьшим доходом — 23%¹³. То есть масштабное распространение деятельности МСП является явным признаком более зрелой экономики, которой наша страна стремится стать как можно быстрее. Между тем в РФ, по данным Росстата, доля МСП в ВВП страны уменьшилась с 22% в 2017 г. до 21% в 2022 г.¹⁴

В этой связи кредитная поддержка бизнеса МСП, который в подавляющем большинстве нацелен на удовлетворение потребностей внутреннего рынка и у которого практически нет шансов получить акционерное финансирование (а высокая процентная ставка еще и уменьшает мотивацию инвесторов входить в рискованные проекты), а также ограничен вход на рынок долгового капитала, может оказать важное содействие увеличению ВВП страны. По состоянию на 1 января 2024 г. банковская задолженность МСП составляла 6,9 трлн руб. (за вычетом МСП, аффилированных с крупным бизнесом), что составляет только 11,1% от общей суммы кредитов нефинансовым организациям и в 4,9 раза меньше, чем задолженность физических лиц¹⁵. При этом доля задолженности МСП в разделе ОКВЭД «обрабатывающая промышленность» не превысила 9%. Такие объемы кредитования не только скромные,

они даже не соответствуют доле МСП в ВВП страны, что указывает на слабую мотивацию кредитных организаций к долговому финансированию этого сегмента экономики, хотя доля просроченной задолженности субъектов МСП на 1 января 2024 г. (5,0%)¹⁶ находится на одном уровне с проблемными корпоративными кредитами (5,1% в апреле 2024 г. от общей суммы задолженности компаний) и не намного выше этого показателя по розничному кредитованию (4,2%)¹⁷.

Таким образом, представляется, что выводы регулятора о незначительном влиянии высокой процентной ставки скрывают разницу в восприятии ее разными сегментами корпоративного сектора экономики страны. Маловероятно также, что указанный выше уровень самофинансирования отражает требования и возможности существенной части российских предприятий. Если для крупных предприятий это приемлемо, то для остальных такой уровень может показывать только недоступность банковского кредита, что не способствует поступательному росту экономики. Более того, указанные выше обстоятельства показывают, что востребованность в банковском кредите в РФ намного выше, чем на развитых рынках, где накопление капитала происходило столетиями, производственные мощности постоянно и значительно превышают спрос, а их обновление не сдерживается внешними и внутренними факторами.

ИНФЛЯЦИЯ, ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА И «ПЕРЕГРЕВ» ЭКОНОМИКИ

Базовые принципы денежно-кредитной политики регулятора были заложены еще 10 лет назад и с тех пор они не менялись. К. В. Юдаева тогда указывала [6, с. 13–14], что в условиях низкой безработицы и высокой загрузки рабочей силы, а также недостаточно благоприятного бизнес-климата снижение ставок вряд ли окажет значимый стимулирующий эффект на инвестиции в реальную экономику. Поскольку в РФ замедление экономического роста имеет структурный характер, с ним можно бороться только с помощью структурных реформ. Поэтому выбор сценариев на основе использования ДКП у России небольшой: это либо низкий рост и низкая инфляция, либо стагфляция, т.е. низкий рост и высокая растущая инфляция. А сценарий с высоким ростом и ограниченной ин-

¹³ International Labour Organization. URL: <https://webapps.ilo.org/infostories/en-GB/Stories/Employment/SMEs#engines/gdp> (дата обращения: 11.06.2024).

¹⁴ Росстат. Национальные счета. Малое и среднее предпринимательство в ВВП и ВРП. URL: <https://rosstat.gov.ru/statistics/accounts> (дата обращения: 11.06.2024).

¹⁵ Годовой отчет 2023. Банк России. Март 2024. 331 с.

¹⁶ Кредитование субъектов малого и среднего предпринимательства. Банк России. Март 2024. 22 с.

¹⁷ О развитии банковского сектора РФ в апреле 2024 г. Банк России. Май 2024. С. 93.

фляцией методами денежно-кредитной политики не реализуем. Поэтому «только стабильно низкая инфляция сможет обеспечить возможности для дальнейшего развития финансовой системы, а значит, и бизнеса в целом».

Представляется, что в основе позиции об ограниченности возможностей ДКП повлиять на экономический рост находилось понимание неспособности многих отечественных предприятий конкурировать в тот период с транснациональными компаниями (ТНК), которые обладали преимуществами в технологиях, дешевыми и долгосрочными финансовыми ресурсами, высокой репутацией и умелым маркетингом. Государство не ставило никаких условий (кроме оплаты налогов) по деятельности этих ТНК в РФ, а покупатели потребительских и промышленных товаров предпочитали продукцию иностранных компаний, что существенно ограничивало спрос на аналогичные товары значительной части российских компаний. В этих условиях кредитоспособность отечественных предприятий вызвала сомнения у банков, а у самих предприятий было мало стимулов привлекать недешевые банковские кредиты, что оправдывает указанный скептицизм регулятора в отношении способности ДКП существенно повлиять на рост экономики. В этой ситуации, заключает Д.В. Тулин [7, с. 6], «денежные власти вынуждены выбирать меньшее из двух зол».

Вместе с тем С. Ю. Глазьев, О. С. Сухарев и О. Н. Афанасьева обращают внимание [8, с. 23] на то, что такой подход к ДКП в период 2000–2020 гг. создал отрицательный накопительный эффект и инструменты монетарной политики не оказывали существенного влияния на достижение целей макроэкономической политики страны.

Между тем практика развитых стран в указанный период, у которых отсутствовали ограничения, как в российской экономике, только что отошедшей от принципов ведения планового закрытого хозяйства с предприятиями, не готовыми к открытой конкуренции с мировыми лидерами в соответствующих отраслях, показала, как свидетельствует А. Карстенс [9, с. 5], генеральный директор Банка международных расчетов, что длительный рост спроса при низкой стоимости кредита не приводит к перегреву экономик во многом за счет эффекта глобализации, которая через международную кооперацию и технологический прогресс снижает издержки предложения, что позволяет ослабить связь между темпами роста ВВП и инфляцией.

В 2022 г. ситуация кардинально изменилась. Тот спрос в РФ, который ранее удовлетворялся производством продукции иностранными компаниями

в РФ или импортом, остался, а ранее угнетенные несправедливой конкуренцией российские предприятия не могут немедленно перестроиться для его удовлетворения в условиях ограничения импорта и ухода из страны многих иностранных производителей, которые забрали с собой применяемые на своих производствах технологии. В новых обстоятельствах, когда российские предприятия видят открывшиеся возможности, они крайне мотивированы расширять и модернизировать свои производственные мощности, финансирование которых за счет банковского кредита является одной из лучших альтернатив.

В новых условиях функционирования экономики вряд ли актуальны прежние опасения, что «увеличение роста банковского кредитования (по любым процентным ставкам, пусть даже самым низким) не обязательно приводит к увеличению физических объемов промышленного производства, росту производственных инвестиций» [7, с. 6], за которыми следует улучшение финансового результата в связи с ростом продаж.

Тем не менее и в нынешних условиях регулятор полагает необходимым ужесточение денежно-кредитной политики, поскольку происходит опережение темпов роста и уровня совокупного денежного спроса производственных возможностей экономики, полагая в этой связи что она перегрелась¹⁸, показателем чего является достижение по данным регулятора в конце 2023 г. исторического максимума загрузки производственных мощностей — 81%. Между тем отраслевая декомпозиция этого показателя указывает, что загрузка мощностей превышает 80% только в отраслях добычи полезных ископаемых и в сельском хозяйстве (существенная часть продукции которых идет на экспорт), приближается к этой отметке ситуация в обеспечении электроэнергией и в производстве промежуточных товаров, в то время как уровень загрузки мощностей в производстве потребительских и инвестиционных товаров не выше 75%. При этом три последние отрасли испытывают наибольшую потребность в обновлении оборудования для повышения производительности труда и расширения продуктовой линейки, наряду с предприятиями, обеспечивающими доставку электроэнергии¹⁹. Отечественные ком-

¹⁸ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. Банк России. Ноябрь 2023. 193 с. URL: https://cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2024_2026/ (дата обращения: 11.06.2024).

¹⁹ Региональная экономика: комментарий ГУ. Банк России, № 266 13 марта 2024 С. 31, 35, 37.

пании пока не могут перестроиться на производство соответствующих товаров по качеству и количеству, что обуславливает самую высокую зависимость от импорта по позиции «машины и оборудование» (86%) из всех категорий ввозимых товаров [10, с. 10].

Росстат не предлагает данные по использованию производственных мощностей в целом по экономике, а его подсчеты по среднегодовому значению этого показателя в разрезе выпуска отдельных видов продукции показывают²⁰, что в 2022 г. мощности только 12 из 74 видов продукции были загружены на 80% и выше, из которых наиболее используемыми (более 85%) были мощности в производстве сахара, бумаги и картона, серной кислоты, плиток керамических и чугуна. Вряд ли можно представить, что эти производства существенно повлияли на уровень использования мощностей во всей российской экономике. Более того, зарубежная статистика по этому показателю с методологией, применяемой как к экономике США и Китая, так и РФ, свидетельствует²¹, что в 2023 г. загрузка производственных мощностей в целом в экономике РФ составила 61% (в США – 78,6%, в КНР – 75,9%), что существенно ниже данных российского регулятора и более соответствует статистике Росстата. При этом ежегодная волатильность этого показателя редко превышает 5 п.п.

Таким образом, становится очевидным, что многие отрасли российской экономики, особенно те, что важны для удовлетворения внутреннего спроса на непродовольственные товары, пока не достигли высоких показателей загрузки производственных мощностей. Такое положение дел указывает на необходимость обновления оборудования, что позволит повысить производительность труда без увеличения числа работников. Это, в свою очередь, поможет увеличить объем производства и выпускать товары высокого качества, которые будут соответствовать лучшим мировым стандартам. Они не должны уступать продукции иностранных компаний, недавно покинувших российский рынок.

Эксперты Федеральной резервной системы США М. Дотси и Т. Старк [11, с. 11, 16], изучив эту тему за более чем 40 лет, пришли к выводу, что связь между загрузкой мощностей и базовой инфляцией ненадежна. В их анализе, где базовой инфляцией считался

индекс цен на личное потребление, способность загрузки мощностей предсказывать поведение инфляции сильно варьировалась в разные периоды. Иногда показатели использования мощностей весьма полезны, а иногда они оказываются бесполезными²². Эксперты советуют осторожно прогнозировать базовую инфляцию, не полагаясь только на простую модель соотношения производственных мощностей и уровня цен. Это мнение подтверждается выводом Э. Сиклера и И. Сиклера [12, с. 160] о том, что в Турции 53% изменений инфляции связаны с факторами предложения и лишь 13% — с факторами спроса. Таким образом, борьба с инфляцией часто зависит не от ограничения спроса, а от увеличения предложения. Это, в свою очередь, часто происходит, когда компании обновляют свою производственную базу. Для этого часто требуется долговое финансирование.

В РФ доля инвестиций в основной капитал в ВВП страны по данным Росстата устойчиво держится на уровне 19–22% в 2011–2023 гг. Между тем, согласно исследованию консультационной компании McKinsey²³, в быстроразвивающихся экономиках (Китай, Индия, некоторые страны Центральной и Восточной Европы и развивающиеся страны Азии) она достигает 40% ВВП. Это помогает им существенно повысить уровень жизни населения. Данные исследования также указывают на то, что рост инвестиций помимо этого также связан с более низкой инфляцией и обеспечивает 4/5 роста производительности на одного работника. В Китае, лучшем в мире по этому последнему показателю, он составляет, по расчетам автора, за период 1997–2022 гг. 8,3%, что в разы выше среднегодовых темпов роста этого показателя в РФ (2,5%). Хотя в наиболее развитых экономиках динамика этого показателя еще ниже (например, в США — 1,5% за указанный период). Абсолютный уровень ВВП на одного работника, по данным Всемирного банка, очень различается: 146,7 тыс. долл. в 2022 г. в ценах 2021 г. в США, 78,9 тыс. и 40,0 тыс. долл. по паритету покупательной способности соответственно в РФ и КНР²⁴. При таком разрыве абсолютного уровня

²⁰ Уровень использования среднегодовой производственной мощности организаций по выпуску отдельных видов продукции. 2017–2022 годы. Росстат. Раздел Промышленное производство. URL: https://rosstat.gov.ru/enterprise_industrial (дата обращения: 11.06.2024).

²¹ URL: <https://tradingeconomics.com/united-states/capacity-utilization> и <https://tradingeconomics.com/russia/capacity-utilization> (дата обращения: 12.06.2024).

²² Устойчивой взаимосвязи между этими показателями автор также не нашел: за последние 20 лет корреляция между инфляцией и загрузкой производственных мощностей составила по расчетам автора в США 0,43, в КНР — 0,09 и в РФ — 0,80.

²³ Investing in productivity growth. McKinsey global institute. March 2024. 58 p. URL: <https://www.mckinsey.com/mgi/our-research/investing-in-productivity-growth> (дата обращения: 11.06.2024).

²⁴ World Bank Group URL: <https://data.worldbank.org/indicator/SL.GDP.PCAP.EM.KD?locations> (дата обращения: 23.06.2024).

производительности разность в темпах ее роста позволит Китаю достигнуть уровня США, если они будут продолжать развиваться указанными темпами, по подсчетам автора, через 19 лет. А России для этого потребуется при сохранении нынешних темпов роста производительности, по расчетам автора, 50 лет.

В зрелых экономиках, в которых достаточно производственных мощностей и покупатели (не только розничные, но и корпоративные) при приобретении товаров и услуг используют преимущественно банковский кредит, перегрев экономики возникает, когда спрос, подогреваемый низкой процентной ставкой по ссудам, превышает предложение, предлагаемое существующими производственными мощностями. При этом имеется в виду, что компании в рамках конкурентной борьбы создают производственные мощности, которые превышают обычный спрос, ориентируясь на их использование на уровне 80–85% для реагирования на взрывы спроса и для управления технологическими сбоями в производстве.

Уменьшение указанного запаса мощностей экономисты квалифицируют как «перегрев» экономики (в отличие от собственников предприятий, радующихся более полному использованию оборудования, что обеспечивает им лучшую отдачу на вложенный капитал), который на развитых рынках регулируется повышением цен на товары ограниченного предложения и дальнейшим наращиванием производственных мощностей (чтобы сбалансировать их со спросом), с одной стороны, и повышением стоимости кредита для уменьшения спроса — с другой.

В экономиках, которые недостаточно развиты, не ориентированы на удовлетворение спроса по всем позициям и/или подвергаются экзогенным шокам, сокращающим возможности импорта или делающим его очень дорогим, неспособность предложения ответить на спрос в результате таких обстоятельств вряд ли можно квалифицировать как «перегрев». Причиной возникающего дисбаланса является не только недостаток производственных мощностей, но и в большинстве случаев отсутствие надлежащего их качества у местных компаний в силу, как например в РФ, следующих обстоятельств.

Во-первых, в отраслях, удовлетворяющих внутренний спрос, не хватает мощностей и качества продукции. Это связано с тем, что транснациональные корпорации долгое время доминировали на рынке. Они обладали технологическими и финансовыми ресурсами, которые позволяли удовлетворять большую часть их потребностей. Местные произво-

дители не могли конкурировать с ними и развивать свои производства из-за угнетения спроса.

Во-вторых, значительная часть производственных мощностей у малых и средних предприятий давно не обновлялась как раз в связи с перетеканием внутреннего спроса на продукцию транснациональных корпораций, которые свободно оперировали в РФ и которым не вменялась обязанность, как в КНР, передавать технологии местным партнерам, поскольку государство не требовало от них заключать соответствующие соглашения с локальными компаниями²⁵.

В-третьих, в стране не было масштабной поддержки местных производителей в несырьевых отраслях. Это ставило их в невыгодное положение по сравнению с иностранными конкурентами. У последних были внутренние резервы для финансирования, доступ к дешевому и долгосрочному кредиту, а также опыт управления производством и маркетингом в рыночных условиях, которых в России еще недавно не было. Кроме того, иностранные компании часто использовали научные разработки, созданные с участием российских ученых, в прикладных целях.

Иными словами, в указанных обстоятельствах эндогенного и экзогенного характера физический спрос преимущественно не увеличивается, т.е. не является излишним, спровоцированным дешевым кредитом (хотя в отдельных сегментах экономики такое возможно, если стоимость кредита субсидируется). Он остается примерно на прежнем уровне, но исчезнувший импорт при ограниченных или отсутствующих на внутреннем рынке производственных мощностях требуемого качества создает ложное впечатление «перегрева», хотя на самом деле эту ситуацию корректнее квалифицировать как структурный дисбаланс экономики. Дисбаланс связан с тем, что имеется спрос на товары, которые местная промышленность произвести не может или может, но в ограниченных количествах.

Поэтому эту проблему целесообразно решать не только временным охлаждением спроса в тех секторах, где он искусственно завышен, а и целе-

²⁵ Показательно в этом смысле замечание заместителя генерального директора аналитической и консалтинговой компании «АСМ-холдинг» А.С. Ковригина о том, что была «сделана большая ошибка, когда мы назвали СПИКи импортозамещением... На самом деле мы просто стимулировали за наши деньги развитие иностранных разработок, а когда иностранный партнер ушел, мы остались без прав на конструкцию, без лицензий и технологий. Более того, при подобном подходе российский автопром оказался на грани потери компетенций в области конструирования автомобилей и их компонентов» [13, с. 21].

выми мерами по наращиванию производственного потенциала для полного удовлетворения спроса в дальнейшем. С этой точки зрения повышение стоимости кредита одновременно для спроса и предложения представляется неизбирательным оружием массового поражения, которое помимо ограничения спроса, что временно хорошо только для некоторых секторов, не позволяет увеличивать предложение во всех других секторах, которое в значительной мере возможно только с помощью долгового финансирования, что плохо уже на длительную перспективу.

Более того, при использовании повышенной процентной ставки, которая в развитых экономиках применяется как средство подавления роста цен, в российских реалиях необходимо принимать во внимание следующие обстоятельства, которые влияют на внутренние цены:

- экспортный нетбэк, когда производители экспортируемой продукции, которой вполне достаточно для удовлетворения внутреннего спроса, пытаются выровнять рентабельность своих внешних поставок с внутренними, что при более высоких ценах на мировом рынке оказывает повышающее давление на цены внутри страны;
- удовлетворение спроса через импорт, когда низкий валютный курс национальной валюты заставляет устанавливать внутренние цены на высоком уровне;
- бюджетное стимулирование спроса, а также предложения в некоторых сегментах, которое, в свою очередь, увеличивает спрос по цепочке создания стоимости.

Указанные факторы наряду с причинами экзогенного характера, как правило, находятся за пределами контроля регулятора. При этом бюджетные вливания в экономику нельзя назвать определяющим фактором инфляции, поскольку, как он отмечает, в 2024 г. «вклад бюджета остается небольшим относительно 2022–2023 гг., а основным источником роста денежной массы остается кредитование»²⁶. Если принять во внимание эти обстоятельства, а также ранее указанные выводы эмпирических исследований о разном вкладе в достижение баланса между спросом и предложением розничного и корпоративного кредитования, то становится не совсем очевидной эффективность управления инфляцией в текущей ситуации в РФ повышением процентной ставки. Более того, высокая стоимость

кредита не только негативно влияет на финансовый результат заемщиков, а в условиях товарного дефицита повышает стоимость сырья, материалов и комплектующих, что отражается в повышенной цене готовой продукции и вносит свой вклад в инфляцию. Очевидно, что повышенная процентная ставка может эффективно работать только в условиях развитой экономики с товарным изобилием и избытком производственных мощностей.

УСТОЙЧИВОСТЬ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ И ЭФФЕКТИВНОСТЬ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА

Основным источником доходов банков традиционно считается чистая процентная маржа (ЧПМ), т.е. разница между стоимостью фондирования кредитных операций и суммой процентов, получаемых по предоставленным ссудам. Например, в 2023 г. на нее пришлось 63,2% из 9,3 трлн руб. всех банковских доходов в РФ, в то время как на чистые комиссионные доходы — только 20,5%²⁷. Доля розничных кредитов в ЧПМ в 2023 г. составила 36%, а из общей суммы таких кредитов 46% приходится на потребительское кредитование и автокредиты (их полная стоимость находится в диапазоне от 21,5 до 59,8% годовых²⁸). Если учесть, что большая часть последних направлена на финансирование покупок импортных товаров, то примерно 17% ЧПМ создается от предоставления кредитов в сумме около 16 трлн руб. для оплаты импортных потребительских товаров, а не развития их производства в стране²⁹.

В последние 15 лет ЧПМ устойчиво держится в диапазоне 4–5 п.п.³⁰, несмотря на периодически возникающие сложности в экономике и сильную

²⁷ Статистические показатели банковского сектора 2022–2023. Таблица 5. Структура доходов и расходов действующих кредитных организаций. Банк России.

²⁸ Среднерыночные значения полной стоимости потребительских кредитов (займов) в процентах годовых за период с 01 января 2024 г. по 31 марта 2024 г. Банк России. 16 мая 2024 г.

²⁹ Рассчитано автором с использованием данных из следующих источников: «Статистические показатели банковского сектора РФ. Банк России и Банковский сектор: аналитический обзор. I квартал 2024 г. Банк России, июнь 2024 г.».

³⁰ Итоги десятилетия 2008–2017 годов в российском банковском секторе: тенденции и факторы. Серия докладов об экономических исследованиях. Банк России, июнь 2018;(31–81):37; Двойной удар. Российский банковский сектор: прогноз на 2024 год. АКРА. 27 декабря 2023 г. 15 с. URL: https://www.acra-ratings.ru/upload/iblock/886/7ehk2k9l9ndsg67tytdyamgiev8302vj/20231227_RFIVP.pdf (дата обращения: 11.06.2024).

²⁶ О чем говорят тренды: Макроэкономика и рынки. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. Банк России, Апрель 2024. 27 с.

волатильность ключевой ставки. АКРА квалифицирует эту ситуацию как способность банковского сектора «демонстрировать очень высокий уровень устойчивости и способности адаптироваться к быстро происходящим изменениям»³¹. Представляется, что в значительной мере такой результат является следствием усилий регулятора по обеспечению надежности банковского сектора, участники которого вынуждены последовательно увеличивать свой капитал, резервы по ссудам и свою ликвидность.

Вместе с тем высокая процентная ставка, нацеленная на подавление инфляции и мотивирующая размещать деньги в банковские вклады для получения пассивного дохода, одновременно уменьшает мотивацию предприятий на создание источников активного дохода за счет расширения своих производств. Повышенные процентные платежи угнетают финансовый результат заемщиков и перераспределяют его в пользу кредиторов. Это негативно сказывается на кредитоспособности заемщиков, что, в свою очередь, неизбежно отражается на ухудшении оценки кредитного риска, которое, соответственно, компенсируется увеличением резервов по ссудам (только в 2022–2023 гг. они выросли на 4,5 трлн руб.). При этом наблюдается устойчивый тренд (в 2017–2023 гг.) на повышение чистой прибыли банковского сектора³², существенная доля которой (создаваемая почти половиной потребительских кредитов) не зависит от развития промышленного потенциала страны.

Таким образом, политика повышенной процентной ставки, рассматриваемая регулятором как инструмент борьбы с инфляцией, ухудшает положение источника финансового здоровья банков не через уменьшение процентной маржи последних (она как раз слабо реагирует на изменение процентной ставки: по расчетам автора в 2018–2023 гг. корреляция динамики этой ставки и ЧПМ составляла 0,35), а через ухудшение положения заемщиков, способность которых оплачивать проценты по кредиту и вернуть основной долг определяется их финансовым положением. Логика принятия мер по осложнению деятельности производственных компаний, которая нацелена на повышение товарного предложения, создающее, в свою очередь, основу для уменьшения роста цен, не совсем понятна.

³¹ Двойной удар. Российский банковский сектор: прогноз на 2024 год. АКРА. 27 декабря 2023 г. 15 с. URL: https://www.acra-ratings.ru/upload/iblock/886/7ehk2k9l9ndsg67tytdyamgi-ev8302vj/20231227_RFIVP.pdf (дата обращения: 11.06.2024).

³² Статистические показатели банковского сектора 2022–2023 гг. Таблица 5. Структура доходов и расходов действующих кредитных организаций. Банк России.

Надежность функционирования банковской системы, безусловно, является приоритетом для регулятора и всей экономики. Вместе с тем, учитывая, что банковский сектор сильно зависит от кредитоспособности своих клиентов, а целью регулятора является содействие росту экономики страны, было бы целесообразно использовать более избирательные средства денежно-кредитной политики и пруденциального надзора, которые, сохраняя устойчивость кредитных организаций, позволили бы более целенаправленно воздействовать на инфляцию, а также на недостаток предложения товаров и услуг как основной ее источник. Устранение товарного дефицита, над которым работают российские предприятия, наращивая свои производственные мощности, создало бы более естественную для рыночной экономики ситуацию превышения востребованного по качеству предложения над спросом и привело бы к сокращению темпов роста цен.

Концепции контрциклического управления зрелыми экономиками, которые развиваются с активным использованием долгового финансирования от банков и с рынка капитала, исходят из того, что такие рынки активно реагируют на изменение регулятором процентной ставки. Повышение ставки в случае перегрева экономики сдерживает спрос и увеличивает себестоимость производства товаров, которая конвертируется в повышение цен, что, в свою очередь, ограничивает возможности их продажи. При кризисе перепроизводства сами компании уменьшают использование своих производственных мощностей, а снижение процентной ставки регулятором увеличивает спрос на товары. В обоих случаях достигается товарное равновесие.

Такие взаимосвязи работают при высокой доле долгового финансирования экономики (с учетом заимствований от банков и с рынка капитала). Но в РФ она пока существенно ниже, чем на зрелых рынках, как это указано в *табл. 2*. Следовательно, логично предположить, что и реакция экономики, структура которой не соответствует параметрам зрелых рынков, на изменение процентной ставки, будет иной.

Банк России уверяет, что трансмиссионный механизм трансляции сигнала изменения процентной ставки на экономических агентов достаточно эффективен (в противном случае не было бы смысла на него рассчитывать), хотя и является многоступенчатым с участием многих коммерческих организаций в разных отраслях экономики. Но как раз сложность этого механизма с точки зрения расстояния, на который сигнал передается, и количества

разного рода участников со своими интересами заставляет предполагать, что сила сигнала на пути к конечным его адресатам будет ослабевать. В РФ связь между уровнем процентной ставки и инфляцией, по расчетам автора, самая высокая из трех рассматриваемых стран: 0,81 в РФ, 0,67 в КНР и 0,44 в США за последние 20 лет (табл. 1 Приложения). Представляется, что разница в данном показателе свидетельствует о различном уровне реагирования этих экономик на стоимость кредита в связи с более высокой способностью адаптироваться к изменяющимся условиям в силу разного уровня развития рыночных отношений, в которых создается предложение, и более высокой конкуренции среди производителей. Таким образом российскому регулятору приходится «передавливать» с уровнем процентной ставки по сравнению с инфляцией: в двух других странах разница между ними даже в кризисные периоды находится, как правило, в диапазоне 1–3 п.п., тогда как в РФ составляет в последние 10 лет в большинстве случаев 5–8 п.п., а разрыв в 1–3 п.п. сохраняется и в спокойные времена.

Но, с другой стороны, на короткой дистанции от источника сигнала находятся малые и средние предприятия, возможности развития которых тесно связаны с наличием долгового финансирования, стоимость которого становится для них почти запретительной. В то же время крупные компании индифферентны к повышению стоимости кредита, поскольку они имеют преимущественно внутренние ресурсы для развития или экспортные доходы, умноженные на низкий курс рубля, которые позволяют им компенсировать такие издержки при необходимости внешнего заимствования.

Регулятор сам констатирует, что «среди факторов, ограничивающих инвестиционную деятельность в 2023 г., 46% предприятий указали на затраты на машины и оборудование», приобретение которых, как правило, не финансируется из текущего денежного потока, если нет рассрочки платежа на несколько лет от их поставщика, что в нынешних условиях нереально. Поэтому и требуется банковская кредитная поддержка. Следующий за этим вывод о том, что «ограниченное использование заемного финансирования обусловлено не столько низкой доступностью банковского кредитования (поскольку на него указали только 32% предприятий), сколько другими условиями нефинансового характера»³³, не принимает во внимание, что

для многих компаний высокая стоимость кредита означает не только его низкую доступность, но и нецелесообразность его привлечения. Поэтому и возможности по наращиванию промышленных мощностей, повышению производительности (для работы без увеличения, а может и со снижением обслуживающего их персонала) откладываются на неопределенное будущее и не реализуются.

Таким образом, дело не в том, что дорогой кредит — это плохо, а в том, насколько высокая процентная ставка достигает своей конечной цели в виде более сбалансированного и устойчивого роста экономики. В этой связи справедливо замечание О.С. Сухарева [14, с. 6] о том, что регуляторам «следует стремиться не к стабильности цен любыми путями (посредством валютного курса и процентной ставки), а приводить экономику к финансовой устойчивости и стабильности, что и будет способствовать росту текущего объема производства».

В РФ разработана таксономия проектов по технологическому суверенитету и структурной адаптации экономики³⁴, которая ориентирована в основном на крупные проекты. Банк России, соответственно, разрешил³⁵ кредитным организациям применять корректировки кредитного риска по кредитам, предоставленным на реализацию таких проектов (только включенным в реестр ВЭБ.РФ), которые ведут к существенному снижению сумм резервирования по возможным потерям по таким ссудам. Однако действия регулятора могут оказаться не очень интересными заемщикам, так как при уменьшении затрат за счет применения указанных мер кредиты вряд ли пойдут на существенное снижение своей маржинальности и такое сокращение затрат принципиально не повлияет на стоимость кредита, определяемую во многом ключевой ставкой. Соответственно, не увеличится и объем кредитования, на который рассчитывает регулятор. Этот вывод подтверждается и практикой реализации указанных проектов: глава Банка России сообщает, что «мы называли потенциал несколько триллионов, а у нас около 300 млрд руб. профинансировано по проектам таксономии», а первый зампред ВЭБ.РФ констатирует, что «экономия» нагрузки на капитал,

³³ Инвестиционная активность в промышленности в 2023 году: результаты опроса предприятий. Банк России. Январь 2024 г. С. 24–25.

³⁴ Об утверждении приоритетных направлений проектов технологического суверенитета и проектов структурной адаптации экономики РФ. Правительство РФ, Постановление от 15.04.2023 № 603. 67 с. URL: <http://government.ru/docs/48272/> (дата обращения: 20.05.2025).

³⁵ О внесении изменений в Положение Банка России от 06.08.2015 № 483-П. Указание Центрального банка РФ от 07 июня 2023 г. № 6443-У. URL: <https://cbr.ru/queries/unidbquery/file/90134/2802> (дата обращения: 20.05.2025).

которую кредиторы могут получить при предоставлении финансирования в рамках таксономии, нивелируется возросшей стоимостью денег на рынке³⁶.

В ЕС в прошлом десятилетии была попытка стимулировать банки предоставлять кредиты МСП снижением резервных требований. Однако она оказалась безуспешной как по условиям, так и по объемам кредитования³⁷. Исследование Б. Чэмберлина и Дж. Ивэн [15, с. 31] об эффективности этого инструмента регулирования в банковской сфере, направленного на поддержку «зеленых» проектов, показывает, что он «оказывает лишь очень ограниченное влияние на условия финансирования проектов энергетического перехода и, в лучшем случае, снизит общую стоимость проекта лишь на несколько десятых процентного пункта». Эксперты МВФ Д.Г. Демекас и П. Гриппа [16, с. 5] также полагают, что существенное перераспределение капитала вряд ли произойдет и «чистые выгоды от такого вмешательства регуляторов сомнительны».

Таким образом, использование регулятором резервных требований как дополнительного инструмента для решения отдельных задач в экономике может оказаться неэффективным с точки зрения достижения цели устойчивого роста экономики. При этом связанное с такими действиями несоблюдение отраслевой нейтральности регулятора в своей пруденциальной политике может привести, как отмечают Ф. Дилуисо, Б. Аникьярико, М. Калкул, Я. Минкс [17], к принятию банками повышенных рисков, которые не будут балансироваться достаточными резервами по ссудам.

Указанные выводы вынуждают вернуться к теме адекватности величины процентной ставки обстоятельствам, которые вызывают рост цен. Представляется, что, преследуя цель подавления инфляции и принимая во внимание истинные причины ее ускорения, целесообразно соотнести уровень устанавливаемой процентной ставки со степенью реагирования на нее тех акторов экономики, изменение деятельности которых будет непосредственно влиять на уровень цен как со стороны спроса, так и предложения. В частности, поскольку находить

компромиссы между кредитором и заемщиком по стоимости кредита в условиях высокой ключевой ставки довольно сложно, а перегрев в экономике виден только в одной или нескольких отраслях, то было бы целесообразно определить ключевую ставку на приемлемом для всей экономики уровне, а условия кредитования для «перегретых» отраслей максимально ужесточить с помощью инструментов макропруденциальной политики. Одновременно такой подход снизил бы противоречия между действиями регулятора и правительства, уменьшив потребность в бюджетном субсидировании.

Было бы, наверное, также логичным если бы представители государства, владеющего контрольным пакетом акций в доминирующих в российской банковской системе государственных кредитных организациях, обратили внимание менеджмента на необходимость увеличения кредитования проектов, которые направлены на увеличение товарного предложения в стране, что, вероятно, имело бы намного больший макроэкономический эффект за счет снижения инфляции и увеличения налоговых поступлений, чем получение в бюджет дивидендов от этих банков. Ряд западноевропейских стран, включая Италию, именно так и поступали вплоть до конца 1980-х гг. [7, с. 14], а в Китае такая практика существует до сих пор.

ВЫВОДЫ

Проведенное исследование позволяет сделать следующие выводы:

- в обстоятельствах эндогенного и экзогенного характера в РФ спрос преимущественно не увеличивается, т.е. не является излишним, спровоцированным дешевым кредитом (хотя в отдельных сегментах экономики такое возможно, если стоимость кредита субсидируется). Он остается примерно на прежнем уровне, но исчезнувший импорт при ограниченных или отсутствующих на внутреннем рынке производственных мощностях создает ложное впечатление «перегрева», хотя на самом деле эту ситуацию корректнее квалифицировать, как структурный дисбаланс экономики;
- регулятор отлично справляется с решением задачи обеспечения устойчивости банковского сектора экономики, но его действия по поддержке роста российской экономики далеко не всегда являются эффективными;
- потребительские кредиты, если они используются для приобретения импортных товаров, не содействуют развитию российской экономики, но вносят существенный вклад в чистую процентную маржу российских банков, что делает финансо-

³⁶ ВЭБ оценил влияние высоких ставок на финансирование техсуверенитета. РБК, 17 июня 2024. URL: <https://www.rbc.ru/finances/17/06/2024/666c46609a7947be98fa25af> (дата обращения: 20.05.2025).

³⁷ EEBA report on SMEs and SME supporting factor. European Banking Authority. EBA/OP/2016/04, March 23, 2016. P. 10–11. URL: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1359456/602d5c61-b501-4df9-8c89-71e32ab1bf84/EBA-Op-2016-04%20Report%20on%20SMEs%20and%20SME%20supporting%20factor.pdf?retry=1> (дата обращения: 20.05.2025).

вый результат банковской системы в этом смысле и в этой части независимым от состояния российской экономики;

- если повышенная стоимость кредита не дает возможность купить новое оборудование для увеличения предложения (а оно редко приобретается за счет собственных средств предприятия), акционерное финансирование ограничено, бюджетное стимулирование нацелено только на стратегические отрасли, а большое влияние на цены оказывают немонетарные факторы, то надо задуматься, насколько полезна повышенная стоимость кредита для всех;

- дело не в том, что дорогой кредит — это плохо, а в том, насколько высокая процентная ставка достигает своей цели в виде более сбалансированного и устойчивого роста экономики.

Отвечая на главный вопрос исследования, представляется целесообразным заключить, что фундаментальная устойчивость банковского сектора не может быть достигнута без финансовой состоятельности его клиентов, прежде всего кор-

поративных, которые своей деятельностью решают вопросы обеспечения экономики требуемыми объемами и качеством товаров и услуг, чтобы сбалансировать спрос и предложение и таким образом устранить причину инфляции. Следовательно, имеет смысл устанавливать ключевую ставку на таком уровне, чтобы она была направлена на тех и таким образом, кто в состоянии решить проблему инфляции, а не быть оружием массового поражения всех секторов экономики, что обеспечило бы увеличение производственных мощностей и производительности российских компаний, которые положительно отразились бы на их финансовых результатах, что, в свою очередь, позволило бы уменьшить создаваемые банками резервы и повысить их рентабельность. В таком случае выиграли бы все: кредиторы, заемщики и потребители.

Определение конкретных инструментов влияния на доступность кредита для отдельных классов заемщиков и проектов является предметом дополнительного исследования.

БЛАГОДАРНОСТИ

Автор выражает глубокую признательность К.Д. Урунбаевой за ценный вклад в подготовку материалов для статьи.

ACKNOWLEDGEMENTS

The author expresses his deep gratitude to K.D. Urunbaeva for her valuable contribution to the preparation of materials for the article.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. Lee K.-S., Werner R.A. Reconsidering monetary policy: An empirical examination of the relationship between interest rates and nominal GDP growth in the U.S., U.K., Germany and Japan. *Ecological Economics*. 2018;146:26–34. DOI: 10.1016/j.ecolecon.2017.08.013
2. Arcand J.-L., Berkes E., Panizza U. Too much finance? IMF Working Paper. 2012;(161). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12161.pdf> (accessed on 02.06.2024).
3. Beck T., Büyükkarabacak B., Rioja, F., Valev N. Who gets the credit? And does it matter? Household vs firm lending across countries. European Banking Center Discussion Paper. 2009;(12). URL: <https://pure.uvt.nl/ws/files/1096271/2009-12.pdf> (accessed on 02.06.2024).
4. Бобровский Р.О. Место уходящих иностранных компаний в экономике отраслей и регионов. *Бюллетень Научно-исследовательского объединения РЭУ им. Г.В. Плеханова*. 2023;(1):1–10. DOI: 10.21686/incomp/1.2023
Bobrovskii R.O. The place of departing foreign companies in the economy of industries and regions. *Byulleten' Nauchno-issledovatel'skogo ob'edineniya REU im. G. V. Plekhanova*. 2023;(1):1–10. (In Russ.). DOI: 10.21686/incomp/1.2023
5. Almeida H., Campello M. Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. NBER Working Paper. 2006;(12087). URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w12087/w12087.pdf (accessed on 12.06.2024).
6. Юдаева К.В. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации. *Вопросы экономики*. 2014;(9):4–12. DOI: 10.32609/0042-8736-2014-9-4-12
Yudaeva K.V. On the opportunities, targets and mechanisms of monetary policy under the current conditions. *Voprosy ekonomiki*. 2014;(9):4–12. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042-8736-2014-9-4-12

7. Тулин Д.В. В поисках сеньоража, или легких путей к процветанию (обзор полемики вокруг политики Банка России). *Деньги и кредит*. 2014;(12):6–16.
Tulin D. Searching for seigniorage, or easy paths to prosperity (review of debates on Bank of Russia policy). *Den'gi i kredit = Russian Journal of Money and Finance*. 2014;(12):6–16. (In Russ.).
8. Глазьев С.Ю., Сухарев О.С., Афанасьева О.Н. Монетарная политика России: негативный накопительный эффект в рамках неоклассической модели и его преодоление. *Микроэкономика*. 2022;(2):5–38. DOI: 10.33917/mic-2.103.2022.5–38
Glazyev S. Yu., Sukharev O. S., Afanasyeva O. N. Monetary policy of Russia: negative cumulative effect in the framework of the neoclassical model and its overcoming. *Mikroekonomika = Microeconomics*. 2022;(2):5–38. (In Russ.). DOI: 10.33917/mic-2.103.2022.5–38
9. Carstens A. A story of tailwinds and headwinds: Aggregate supply and macroeconomic stabilization. Speech, presented 26 August 2022 at Jackson Hole Economic Policy Symposium 'Reassessing constraints on the economy and policy'. Bank for International Settlements. 2022. URL: <https://www.bis.org/speeches/sp220826.pdf> (accessed on 20.07.2024).
10. Широ́в А.А. Развитие российской экономики в среднесрочной перспективе: риски и возможности. *Проблемы прогнозирования*. 2023;(2):6–17. DOI: 10.47711/0868–6351–197–6–17
Shirov A. A. Development of the Russian economy in the medium term: Risks and opportunities. *Studies on Russian Economic Development*. 2023;34(2):159–166. DOI: 10.1134/S 1075700723020120 (In Russ.: *Problemy prognozirovaniya*. 2023;(2):6–17. DOI: 10.47711/0868–6351–197–6–17).
11. Dotsey M., Stark T. The relationship between capacity utilization and inflation. *Business Review*. 2005;(Q2):8–17. URL: https://www.philadelphiafed.org/-/media/frbp/assets/economy/articles/business-review/2005/q2/q2_05_dotsey_stark.pdf (accessed on 30.04.2024).
12. Siklar E., Siklar I. The origins and dynamics of inflation in Turkey: An SVAR approach. *Asian Journal of Economics and Empirical Research*. 2022;9(2):150–165. DOI: 150–165.10.20448/ajeer.v9i2.4262
13. Кудияров С. Один для всех и все для одного. *Монокль*. 2023;(5):18–21. URL: <https://monocle.ru/monocle/2023/05/odin-dlya-vsekh-i-vse-dlya-odnogo/>
Kudiyarov S. One for all and all for one. *Monokl'*. 2023;(5):18–21 URL: <https://monocle.ru/monocle/2023/05/odin-dlya-vsekh-i-vse-dlya-odnogo/> (In Russ.).
14. Сухарев О.С. Денежно-кредитная политика экономического роста в России: тормозящий накопительный эффект. *Общество и экономика*. 2023;(1):5–26. DOI: 10.31857/S 020736760023986–3
Suharev O. S. Monetary policy for economic growth in Russia: Accumulative slowing effect. *Obshchestvo i ekonomika = Society and Economy*. 2023;(1):5–26. (In Russ.). DOI: 10.31857/S 020736760023986–3
15. Chamberlin B., Evain J. Indexing capital requirements on climate: What impacts can be expected? Paris: Institute for Climate Economics (I4CE); 2021. 68 p. URL: https://www.i4ce.org/wp-content/uploads/I4CE-rapport_Indexing-capital-requirements-on-climate.pdf (accessed on 04.06.2024).
16. Demekas D.G., Grippa P. Financial regulation, climate change, and the transition to a low-carbon economy: A survey of the issues. IMF Working Paper. 2021;(296). URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/12/17/Financial-Regulation-Climate-Change-and-the-Transition-to-a-Low-Carbon-Economy-A-Survey-of-510974>
17. Diluiso F., Annicchiarico B., Kalkuhl M., Minx J. C. Climate actions and stranded assets: The role of financial regulation and monetary policy. CESifo Working Paper. 2020;(8486). URL: https://www.econstor.eu/bitstream/10419/223558/1/cesifo1_wp8486.pdf (accessed on 15.06.2024).

ИНФОРМАЦИЯ О АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Владимир Дмитриевич Смирнов — кандидат экономических наук, доцент кафедры мировой экономики и мировых финансов факультета международных экономических отношений, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

Vladimir D. Smirnov — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof., Department of World Economy and World Finance, Faculty of International Economic Relations, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation

<https://orcid.org/0000-0002-1243-5349>

vdsmirnov@fa.ru

ПРИЛОЖЕНИЕ / APPENDIX

Таблица 1 / Table 1

Корреляционная матрица по данным России / Correlation Matrix Based on Russia Data

Показатель / Indicator	Ключевая ставка / Key rate	Показатель использования мощностей / Capacity utilization rate	Инфляция / Inflation	ВВП / GDP	Банковские кредиты / Bank loans
Ключевая ставка / Key rate	1				
Показатель использования мощностей / Capacity utilization rate	-0,72	1			
Инфляция / Inflation	0,81	-0,80	1		
ВВП / GDP	-0,42	0,47	-0,57	1	
Банковские кредиты / Bank loans	0,16	-0,03	-0,07	0,99	1

Источник / Source: расчеты сделаны автором на основании данных Банка России и Росстата / Calculations by the author based on data from the Bank of Russia and Rosstat.

Таблица 2 / Table 2

Корреляционная матрица по данным США / Correlation Matrix Based on the US Data

Показатель / Indicator	Ключевая ставка / Key rate	Показатель использования мощностей / Capacity utilization rate	Инфляция / Inflation	ВВП / GDP	Банковские кредиты / Bank loans
Ключевая ставка / Key rate	1				
Показатель использования мощностей / Capacity utilization rate	0,61	1			
Инфляция / Inflation	0,44	0,43	1		
ВВП / GDP	0,06	0,17	0,32	1	
Банковские кредиты / Bank loans	0,80	0,53	0,57	0,98	1

Источник / Source: расчеты сделаны автором на основании данных ФРС США, Банка международных расчетов, Всемирного банка и сайта tradingeconomics.com / Calculations by the author based on data from the US Federal Reserve, the Bank for International Settlements, the World Bank and the website tradingeconomics.com.

Таблица 3 / Table 3

Корреляционная матрица по данным КНР / Correlation Matrix Based on China Data

Показатель / Indicator	Ключевая ставка / Key rate	Показатель использования мощностей / Capacity utilization rate	Инфляция / Inflation	ВВП / GDP	Банковские кредиты / Bank loans
Ключевая ставка / Key rate	1				
Показатель использования мощностей / Capacity utilization rate	-0,03	1			
Инфляция / Inflation	0,67	0,09	1		
ВВП / GDP	-0,83	0,24	-0,17	1	
Банковские кредиты / Bank loans	-0,85	0,27	-0,48	0,99	1

Источник / Source: расчеты сделаны автором на основании данных ФРС США, Банка международных расчетов, Всемирного банка и сайта tradingeconomics.com / Calculations by the author based on data from the US Federal Reserve, the Bank for International Settlements, the World Bank and the website tradingeconomics.com

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.

Статья поступила в редакцию 27.06.2024; после рецензирования 26.08.2024; принята к публикации 19.09.2024.

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 27.06.2024; revised on 26.08.2024 and accepted for publication on 19.09.2024.

The author read and approved the final version of the manuscript.