

## О ВЛИЯНИИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА РАЗВИТИЕ ПРОМЫШЛЕННОСТИ

### ON THE IMPACT OF MONETARY POLICY ON INDUSTRIAL DEVELOPMENT

Н.Ю. ЯСЬКОВА, И.Г. ЛУКМАНОВА

N.YU. YASKOVA, I.G. LUKMANOVA

(Российская академия народного хозяйства и государственной службы  
при Президенте Российской Федерации,  
Национальный исследовательский Московский государственный строительный университет)

(The Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA),  
Moscow State University of Civil Engineering (National Research University))

E-mail: mcua3@yandex.ru; lukmanova@mgsu.ru

*Опережающий характер импортозамещающего вектора развития российской промышленности во многом определяется доступностью ресурсов этого процесса. Для текстильной промышленности это особенно важно в силу широкой востребованности выпускаемой продукции, а также высокого уровня необходимого технологического обновления. Это требует больших капитальных вложений. Их обеспечение невозможно без расширения кредитования. В каком направлении должна меняться кредитная политика? Что даст ее либерализация? И насколько уровень процентной ставки критически влияет на экономическое развитие текстильной промышленности? На эти вопросы даются ответы с обоснованием базовых экономических взаимосвязей, особенностей российской экономики, а также с учетом результатов анализа зарубежного опыта. В итоге авторы приходят к неоднозначным выводам. Статистический анализ показал, что если инвестиционная активность подвержена сильному влиянию процентной ставки, то рост выпуска промышленной продукции несущественно связан с динамикой уровня процентной ставки. Следовательно, и гипертрофировать ее значение, уводя дискуссионный ракурс от более важных параметров промышленной политики, безответственно. Это вновь возвращает ее фокус поиска факторов экономического роста к решению в первую очередь геопрограммных проблем.*

*The leading character of the import-substituting nature of the development of Russian industry is largely determined by the availability of development resources. For the textile industry, this is especially important because of the wide demand for products, as well as the high level of necessary technological renewal. This requires large capital investments. Their provision is impossible without the expansion of lending. In what direction should the credit policy change? That will give her the liberalization? And to what extent does the interest rate level have a critical impact on the economic development of the textile industry? These questions are answered with the justification of the basic economic relationships, features of the Russian economy, as well as taking into account the results of the analysis of foreign experience. As a result, the authors come to ambiguous conclusions. Statistical analysis showed that if the investment activity is subject to a strong influence of the interest*

*rate, the growth of industrial output is not significantly related to the dynamics of the interest rate level. Consequently, it is irresponsible to exaggerate its importance, taking the discussion angle away from the more important parameters of industrial policy. This once again brings its focus on the search for economic growth factors to the solution of geospatial problems in the first place.*

**Ключевые слова:** денежно-кредитная политика, технологический маневр, экономико-математическое моделирование, макроэкономические показатели, экономический рост, инвестиционная активность, инфляционное таргетирование.

**Keywords:** monetary policy, technological maneuver, economic and mathematical modeling, macroeconomic indicators, economic growth, investment activity, inflation targeting.

Заданный майскими инициативами Президента РФ фокус развития национальной промышленности заключается в ее опережающем импортозамещающем характере. При этом значение таких отраслей, как текстильная промышленность, возрастает в силу того, что ее продукция одинаково важна как для сферы производства, так и для сферы потребления. Это значит, что для обеспечения всей линейки конечной продукции необходимо техническое обновление, а также сырьевой маневр в направлении обеспечения качественным и экономически эффективным сырьем. Очевидно, что это потребует объемных капитальных вложений. Учитывая складывающиеся макроэкономические тенденции в современных геоэкономических условиях, основным инструментом обеспечения конкурентоспособности российской продукции являются инвестиции в нефинансовые активы. Только за три последние года их объем вырос с 11,4 трлн. руб. в 2016 г. до 13,3 трлн. руб. в 2018 г. [1]. Большая часть общего объема инвестиций поступает из различных источников государственного сектора в силу того, что все попытки запуска второй волны импортозамещения с расширением участия коммерческого сектора не увенчались успехом. Анализ показал, что по факту российский бизнес по-прежнему не является стратегическим заказчиком высокотехнологического импортозамещения. В связи с этим значение использования инструментов денежно-кредитной политики возрастает, а оценка влияния ее основного элемента –

ставок процентов за кредит, на экономический рост всех отраслей промышленности, в том числе текстильной, носит решающее значение для выбора финансово-экономической стратегии развития, как в целом промышленности, так и ее отраслей и отдельных предприятий.

Мировой кризис 2008 г., вызванный "закредитованностью" ряда сегментов мировой экономики, вскрыл важную проблему поиска оптимума уровня привлечения кредитных ресурсов. Несомненно, возрастающие риски роста объема кредитования будут возведены в некую экономическую "страшилку", тормозящую процессы интенсивного развития. Так, ученые неолыберальной школы, обладающие в настоящее время развитым модельным аппаратом формализации доказательств тех или иных последствий с использованием математических выкладок, "объективно" доказали, что высокий уровень долгов тормозит экономический рост [2]. Речь идет о широко известном казусе Рогоффа и Рейнхарт. Их эконометрический анализ лег в основу радикальных политических выводов, принятых на вооружение Международным валютным фондом и Всемирным банком. Менялись правила, корректировались рейтинги, тормозились решения по выдаче кредитов. Ошибки в модельных расчетах были обнаружены, но ряд векторов развития был существенно скорректирован. При этом страны-лидеры по объемам заимствований, например, Япония, с наивысшим уровнем государственного долга, а также

США, продолжали интенсивное развитие и, активно кредитуясь, быстрее других стран преодолели кризисные последствия.

Понимая, что даже если исключить возможную ангажированность экономико-математических выкладок и расчетов, любая доказательная модель сильно упрощена, а ее выводы относятся к сугубо абстрактной модельной ситуации. Именно поэтому интерпретировать расширительно результаты моделирования опасно. Ошибка может оказать существенное влияние на результативность экономических процессов. Более того, их направленность по факту может оказаться диаметрально противоположной. В силу этого актуализируется необходимость корректного построения модели, тщательного отбора факторов, обоснованного расширения трактовки результатов моделирования. Кроме того, экономической науке давно пора отойти от практики научного оправдывания заведомо провальных решений. Ее опасность даже не в том, что это по сути способ ухода от ответственности, а в том, что такой подход, уводя от объективного анализа, *блокирует постановку новых задач*. В тех случаях, когда анализ осуществляется независимыми учеными, а стратегия роста существенно отличается от экономического мейнстрима, зачастую получают парадоксальные положительные результаты. И, наоборот, рекомендации научно обоснованных и тиражируемых рецептов приводят к рецессии и деградации. Так случилось и с целым рядом отраслей промышленности современной России. И в настоящее время обсуждение одного из ключевых факторов деловой активности и экономического роста промышленности – процентной ставки за кредит – превратилось в острейшую дискуссию.

Будучи важнейшим элементом финансово-кредитной политики, ставка процента способна влиять не только на стабилизацию ситуации, но и на межфазовые переходы экономических циклов. В декабре 2014 г. в условиях обострившейся геополитической обстановки и существенного обесценивания рубля, отразившегося на ускорении инфляции, Банк России вынужден был повысить ключевую ставку до 17%. Это

"разогнало" рост всех процентных ставок в стране, сузив до минимума диапазон заимствований, в том числе промышленным сектором национальной экономики.

Большинство теоретических моделей свидетельствуют о том, что высокая ставка процента за кредит препятствует экономическому росту. К примеру, программа "Столыпинского клуба" [3] фактически строится на предположении о необходимости снижения процентных ставок до уровня, достаточного для кредитования частного сектора, а следовательно, и для обеспечения экономического роста. Это предположение по существу признало неэффективность инфляционного таргетирования, проповедуемого мейнстримом мирового сообщества. Исследование данного вопроса в докризисный период показывало, что на деловую активность в основном влиял валютный курс и безусловная выгодность валютных займов. Кризис 2008 г. изменил ситуацию. Повысилась гибкость механизмов курсообразования, расширился спектр инструментов обеспечения банковской ликвидности, изменились источники формирования денежной базы и др. По общему мнению, ситуация изменилась, но ставки процентов за кредит остались по-прежнему высокими. В известных экономических моделях процентная ставка являлась результатом воздействия множества факторов, в том числе доступной денежной массы, технологических изменений и др. В силу этого однозначно определить влияние процентной ставки на экономический рост чрезвычайно трудно, но очень важно, особенно в период интенсивной трансформации национальной экономики.

В имеющихся теоретических концепциях характер влияния процентных ставок на деловую активность и экономическое развитие определяется по-разному. Так, монетарная теория Тобина [4] базируется на отрицательном влиянии цены заимствований на рост объемов инвестирования. В то же время для представителей неоклассической теории [5], [6] отрицательная связь исследуемых показателей связывается с отрицательным влиянием реальной ставки процента на издержки фирм, связанные с при-

влечением капитала. Теория реального делового цикла [7], [8] постулирует рост ставки процента в результате технологических скачков развития. Это соответственно приводит к снижению предложения труда и отрицательно сказывается на выпуске продукции. Выводы "равновесных" теорий делового цикла [9...11] касаются увеличения темпов инфляции, что снизит ставку процента и приведет к реструктуризации инвестиционного портфеля. А это в свою очередь отрицательно скажется на выпуске продукции во всех отраслях промышленности, включая текстильную.

Интересны выводы модели открытой экономики [12]. Они касаются результатов исследования механизмов воздействия ставок процента на экономический рост, обусловленный ростом выпуска продукции. В рамках модели доказываемся:

во-первых, влияние роста ставки процента на удорожание национальной валюты;

во-вторых, удорожание национальной валюты способствует увеличению объема импорта продукции промежуточных технологических переделов, а именно результатов производства материалов и средств производства. Таким образом, обеспечивается экономический рост;

в-третьих, модель демонстрирует на фоне роста выпуска промышленной продукции снижение конкурентоспособности продукции конечных технологических переделов.

В итоге модели открытой экономики показывают далеко неоднозначное влияние ставки процента на экономический рост промышленности и ее отдельных отраслей. Исследования [12], [13] показали, что положительная связь между ставкой процента и выпуском может наблюдаться в случае преобладания в экономике кредиторов. Рост ставки увеличивает их доходы, а следовательно, и объемы потребления, и объемы выпуска продукции. Отрицательная связь возникает в условиях преобладания количества заемщиков, так как их доходы в результате роста процента снижаются.

Аналитический подход МакКиннона-Шоу [14], [15] выявил, что финансовая либерализация приводит к положительному воз-

действию реальной ставки процента на экономический рост, что характерно как для краткосрочного, так и для среднесрочного периодов.

Итак, в рамках приведенных концепций реальная ставка процента исследуется как эндогенная величина, то есть ее изменение является следствием изменения различных переменных модели, а условия оптимальности характеризуются равенством реальной ставки процента и уровня эффективности конечного продукта вложенного капитала. При этом высокие ставки процента характерны для стран с высокой эффективностью предельного продукта капитала, что присуще развивающимся странам. В то же время все виды влияния процентных ставок могут быть отнесены к динамике инвестиций. Заметим, что в этом случае необходимо основываться на реальных, а не номинальных показателях. То есть необходимо учитывать изменение покупательной способности денег. Сложность учета реальной ставки заключается в оценке инфляционных ожиданий. Практический анализ показал, что инфляция и номинальный процент не меняются синхронно. Кроме того, в развивающихся экономиках ставки процента динамическая величина, подверженная существенным изменениям во времени, чего нельзя сказать о развитых странах с присущей им стабильностью реальной процентной ставки. В целом, как показывает международный опыт, степень и направление воздействия номинальной и реальных ставок процента существенно зависят от уровня развития экономик, степени адекватности институтов и макроэкономической ситуации. Так, анализ зарубежного опыта показывает, что для развивающихся стран высокий уровень ставок процента может оказывать положительное влияние на экономический рост. На примере Бразилии, Турции, Чили и Индии, сумевших выйти на траекторию экономического роста по истечении первого десятилетия XXI века, можно судить о положительном влиянии высокого процента за кредит. Причем во всех вышеперечисленных странах повышение ставок:

во-первых, способствовало снижению инфляции;

во-вторых, привело к росту иностранного капитала в форме прироста как прямых, так и портфельных инвестиций;

в-третьих, высокие ставки стимулировали накопление сбережений. В Индии и Чили на этой основе сформировались длительные периоды высокого экономического роста за счет аккумуляции внутренних сбережений;

в-четвертых, в указанных странах успешно реализовывались институциональные реформы в банковской сфере, в сфере надзора и контроля и др.

Таким образом, анализ зарубежного опыта (в рассматриваемых странах ставки превышали 40% годовых) вопреки имеющимся

в настоящее время в России представлениям показывает, что высокие ставки могут, по крайней мере, не препятствовать экономическому росту. Проверим эмпирически это утверждение в российских условиях. К основным макроэкономическим показателям экономического роста общепринято относить: индекс промышленного производства, индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности, индекс физического объема инвестиций в основной капитал. Динамика ставок процентов по кредитам нефинансовым организациям приведена на рис. 1 (средневзвешенная номинальная и реальная *ex ante* и *ex post* процентные ставки по рублевым кредитам, выданным нефинансовым организациям на срок до одного года (%)).

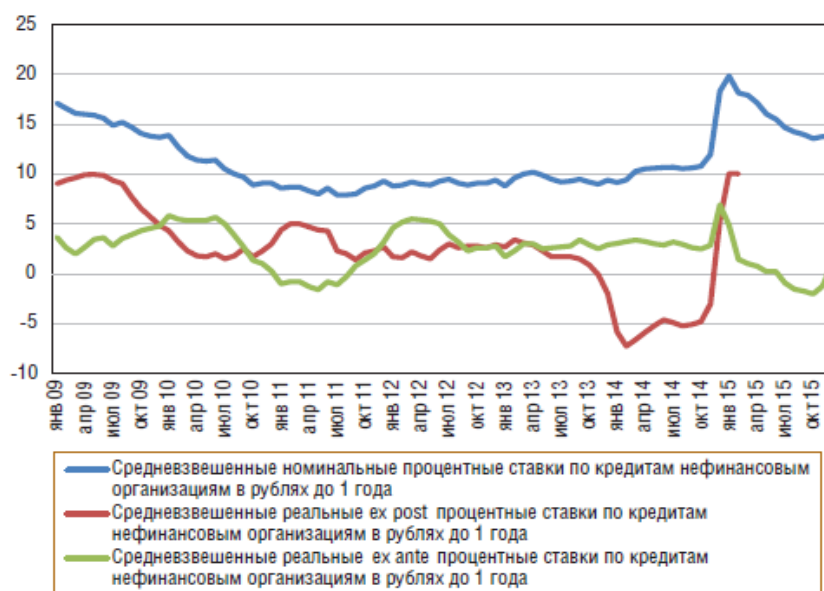


Рис. 1

Период выбран с 2010 по 2015 гг. с тем, чтобы влияние прочих факторов было сопоставимо. При этом ставка процента *ex ante* учитывает предпосылку об адаптивности инфляционных ожиданий. Она рассчитывалась как разность между номинальной ставкой и инфляцией за предыдущий год. Ставка *ex post* – характеризует случай рациональных ожиданий. Расхождения в реальных ставках наблюдаются в моменты всплесков инфляции, имеющих в качестве следствия не совпадение значений *ex post* и *ex ante*. В графике это видно в период январь-декабрь 2014 г., когда геополитическая обстановка обострилась, наметился отток капитала, снизились цены на энергоносители, были также введены двусторонние санкции. Базируясь на динамике процентных ставок российскими учеными Дробышевским С.М., Труниным П.В., Божечковой А.В., Синельниковой-Мурылевой Е.В. [16] была построена и осуществлены оценки модели структурной векторной авторегрессии вида:

варь-декабрь 2014 г., когда геополитическая обстановка обострилась, наметился отток капитала, снизились цены на энергоносители, были также введены двусторонние санкции. Базируясь на динамике процентных ставок российскими учеными Дробышевским С.М., Труниным П.В., Божечковой А.В., Синельниковой-Мурылевой Е.В. [16] была построена и осуществлены оценки модели структурной векторной авторегрессии вида:

$$CY_t = b_0 + A(L)Y_{t-1} + B(L)X_t + E_t, \quad (1)$$

где  $Y$  – вектор переменных;  $C$  – матрица с нулями на главной диагонали;  $A(L)$ ,  $B(L)$  – матричные лаговые полиномы порядка  $p-1$  и  $p$  соответственно;  $E_t$  – вектор структурных шоков.

В результате моделирования было доказано, что индекс промышленного производства незначительно изменялся в зависимости от динамики ставки процента, что свидетельствует о малой чувствительности промышленного производства к проводимой Банком России политике. А вот в отношении выпуска товаров и услуг, а также инвестиционной деятельности, реакция на изменение процентной ставки, обнаруженная авторами, оказалась чувствительной и буквально через 4...5 месяцев наблюдалось некоторое снижение деловой активности. Авторы выявили несущественную реакцию промышленного производства, но вот инвестиционная активность, сопутствующая экономическому росту, оказалась самым подвижным показателем.

Полученные в результате расчетов по модели структурной векторной авторегрессии данные свидетельствуют о том, что влияние ставок процента на темпы экономического роста неоднозначно. Повышение реальных ставок процента не оказывает в российских условиях значимого влияния на динамику выпуска промышленной продукции. Это значит, что предлагаемые меры стимулирования экономического роста исключительно путем смягчения денежно-кредитной политики могут подстегнуть инфляцию, но при этом не привести к росту выпуска продукции реальным сектором экономики. В большей степени это связано с относительно низким значением ставки процента в современной России и гораздо более существенным влиянием альтернативных факторов.

## ВЫВОДЫ

Таким образом, особенностью российской экономики является зависимость экономического роста не только от ставки процента. На него в гораздо большей степени влияет ряд других факторов. В частности, экономический рост зависит от доверия

контрагентов к проводимой экономической политике, совмещающей меры валютного регулирования, государственного инвестирования, санкционные режимы и механизмы поддержки отечественных производителей с проводимой процентной политикой. В силу этого уповать на либерализацию последней в отрыве от комплексных мер поддержки ускорения экономического роста как минимум неосмотрительно, а, учитывая опыт успешно развивающихся стран, следует переосмыслить промышленную политику, включая ее геопространственные параметры.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Федеральная служба государственной статистики [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.gks.ru>
2. Reinhart C., Rogoff K. This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://bookfi.net/book/1023550>
3. Доклад "Экономика роста" [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://stolypinsky.club/economica-rosta>
4. Tobin J. Money and economic growth // *Econometrica: Journal of the Econometric Society*. – Vol. 33, № 4, 1965. P. 671...684.
5. Haavelmo T. A Study in the Theory of Investment. – Chicago: The University of Chicago Press, 1960.
6. Jorgenson D. Papers and Proceedings of the Seventy-Fifth // *American Economic Review*. – Vol. 53, №2, 1963. P. 247...259.
7. Kydland F.E., Prescott E.C. Time to build and aggregate fluctuations // *Econometrica: Journal of the Econometric Society*. – 1982. P. 1345....1370.
8. Hansen G. Invisible Labor and the Business Cycle // *Journal of Monetary Economics*. – №16, 1985. P.309...327.
9. Lucas R.E. An equilibrium model of the business cycle // *The Journal of Political Economy*. – Vol. 83, №6, 1975. P. 1113...1144.
10. Tobin J., Brainard W.C. Asset markets and the cost of capital // In: *Economic Progress, Private Values, and Public Economic Journal*. Amsterdam. – Vol. 96, 1977. P. 235...262.
11. Fischer S. Anticipations and the Nonneutrality of Money // *The Journal of Political Economy*. – Vol.87, №2, 1979. P. 225...252.
12. Wickens M. *Macroeconomic Theory: A Dynamic General Equilibrium Approach*. – Princeton University Press, 2008.
13. Acemoglu D. *Introduction to modern economic growth*. – Princeton University Press, 2008.
14. McKinnon R.I. *Money and capital in economic development*. – Brookings Institution Press, 2010.

15. Shaw E.S. Financial deepening in economic development. – New York: Oxford University Press, 1973.
16. Дробышевский С.М., Трунин П.В., Божечкова А.В., Синельникова-Мурyleва Е.В. Влияние ставок процента на экономический рост // Деньги и кредит. – 2016, № 9. С. 29...40.

#### REFERENCES

1. Federal'naya sluzhba gosudarstvennoy statistiki [Elektronnyy resurs]. Rezhim dostupa: <http://www.gks.ru>
2. Reinhart C., Rogoff K. This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly [Elektronnyy resurs]. Rezhim dostupa: <http://bookfi.net/book/1023550>
3. Doklad "Ekonomika rosta" [Elektronnyy resurs]. Rezhim dostupa: <http://stolypinsky.club/economica-rosta>
4. Tobin J. Money and economic growth // *Econometrica: Journal of the Econometric Society*. – Vol. 33, № 4, 1965. P. 671...684.
5. Haavelmo T. A Study in the Theory of Investment. – Chicago: The University of Chicago Press, 1960.
6. Jorgenson D. Papers and Proceedings of the Seventy-Fifth // *American Economic Review*. – Vol. 53, №2, 1963. P. 247...259.
7. Kydland F.E., Prescott E.C. Time to build and aggregate fluctuations // *Econometrica: Journal of the Econometric Society*. – 1982. P. 1345....1370.

8. Hansen G. Invisible Labor and the Business Cycle // *Journal of Monetary Economics*. – №16, 1985. P.309...327.
9. Lucas R.E. An equilibrium model of the business cycle // *The Journal of Political Economy*. – Vol. 83, №6, 1975. P. 1113...1144.
10. Tobin J., Brainard W.C. Asset markets and the cost of capital // In: *Economic Progress, Private Values, and Public Economic Journal*. Amsterdam. – Vol. 96, 1977. P. 235...262.
11. Fischer S. Anticipations and the Nonneutrality of Money // *The Journal of Political Economy*. – Vol.87, №2, 1979. P. 225...252.
12. Wickens M. *Macroeconomic Theory: A Dynamic General Equilibrium Approach*. – Princeton University Press, 2008.
13. Acemoglu D. *Introduction to modern economic growth*. – Princeton University Press, 2008.
14. McKinnon R.I. *Money and capital in economic development*. – Brookings Institution Press, 2010.
15. Shaw E.S. *Financial deepening in economic development*. – New York: Oxford University Press, 1973.
16. Дробышевский С.М., Трунин П.В., Божечкова А.В., Синельникова-Мурyleва Е.В. Влияние ставок процента на экономический рост // *Den'gi i kredit*. – 2016, № 9. С. 29...40.

Рекомендована кафедрой экономики и управления в строительстве НИУ МГСУ. Поступила 16.01.20.