

# Секторальные эффекты дезинфляционной политики Банка России

**Евгений Львович Горюнов** (e-mail: [evgeni.goryunov@gmail.com](mailto:evgeni.goryunov@gmail.com)),  
преподаватель кафедры макроэкономики Института экономики,  
математики и информационных технологий РАНХиГС (г. Москва)

## **Аннотация**

Дезинфляционная политика денежных властей обычно влечет замедление экономической активности в среднесрочном периоде. Впоследствии снижение инфляционных ожиданий и нормализация денежного обращения приводит к сокращению ставок по кредитам и расширяет горизонт планирования. Эти эффекты, как положительные, так и отрицательные, проявляются по-разному в различных отраслях. В данной статье делается попытка оценить секторальные последствия дезинфляционной политики, проводившейся Банком России в последние годы. Экономическая теория предсказывает следующее. Во-первых, на ужесточение денежной политики наиболее остро должны отреагировать отрасли, спрос на продукцию которых чувствителен к изменениям процентной ставки, т. е. инвестиционно ориентированные. Во-вторых, под ударом оказываются проциклические отрасли. В-третьих, при повышении ставок условия кредитования для предприятий малого и среднего бизнеса становятся относительно более жесткими. Наконец, последствием дезинфляционной политики может стать реальное укрепление национальной валюты, что повлияет на конкурентоспособность экспорта. Данные эффекты, за исключением эффекта укрепления рубля, зримо проявляются в российской экономике. Вместе с тем наблюдается расширение ипотечного кредитования и постепенное снижение долгосрочных ставок.

## **Ключевые слова:**

денежно-кредитная политика, секторальные эффекты, трансмиссионные механизмы, кривая доходности, стоимость кредитования, ипотечное кредитование, малый и средний бизнес

**JEL:** E21, E22, E23, E32, E43, E51, E52, E58, E65, L16

**Н**а протяжении последних лет политика Банка России претерпела ряд качественных изменений. Был внедрен новый инструментарий денежной политики и режим таргетирования инфляции, а обменный курс рубля стал плавающим. Регулятор стал предпринимать активные действия по подавлению инфляции. Была объявлена четкая цель по ИПЦ и предполагаемые сроки ее достижения, причем объявленные намерения были подтверждены решительными действиями регулятора. В 2014 г. в несколько этапов была повышена ключевая ставка, и с того времени ЦБ РФ поддерживает ее на относительно высоком уровне, реализуя тем самым политику дезинфляции. В данной статье мы рассматриваем последствия политики высоких ставок, акцентируя внимание на секторальных последствиях дезинфляционной политики.

---

Автор выражает благодарность С. Дробышевскому и П. Трунину за обсуждение и рекомендации.

## ФАКТОРЫ ИНФЛЯЦИИ И ДЕЗИНФЛЯЦИОННАЯ ПОЛИТИКА

Факторы, влияющие на общий уровень цен в экономике, можно разделить на две группы. К первой группе относятся факторы, которые определяют характер динамики потребительских цен в долгосрочной перспективе. Прежде всего это динамика денежного предложения. Во вторую группу входят факторы, задающие среднесрочную и краткосрочную динамику потребительских цен. К ним можно отнести колебания совокупного спроса, изменение условий торговли и обменного курса, сезонные и прочие факторы. Таким образом, динамика потребительских цен представляет собой движение вдоль тренда, определяемого темпом роста денежных агрегатов, на которое накладываются колебания, вызванные различными конъюнктурными факторами.

Под дезинфляционной политикой понимается комплекс мер по снижению трендовой составляющей инфляции. Задача центрального банка при этом состоит не в том, чтобы погасить временные колебания инфляции, а в том, чтобы изменить долгосрочную траекторию роста цен. Дезинфляционную политику следует рассматривать как политику, направленную на структурные изменения, состоящие в сдвиге долгосрочных инфляционных ожиданий различных экономических агентов: предприятий, инвесторов, финансовых посредников, домохозяйств. Снижение долгосрочной инфляции требует от центрального банка перехода к более умеренному темпу роста денежной массы, что предполагает повышение процентных ставок.

Контрциклическая монетарная политика, при которой регулятор повышает ставку, отличается от дезинфляционной тем, что она направлена на снижение конъюнктурной (краткосрочной) инфляции, вызванной перегревом экономики, и возвращение инфляции к ее долгосрочному трендовому уровню. К политике дезинфляции центральные банки прибегают, чтобы преодолеть стагфляционную ловушку, при этом ее цель состоит в активизации долгосрочного экономического роста за счет обеспечения макроэкономической стабильности и более низких и предсказуемых темпов роста цен. Иными словами, конечная цель — создание качественно иных условий для экономического развития и инвестиций через достижение ценовой стабильности. Таким образом, к позитивным последствиям дезинфляционной политики относится увеличение потенциального уровня ВВП в долгосрочной перспективе, а к негативным — торможение экономического роста в период адаптации экономики к новым условиям.

Обычно дезинфляционная политика приводит к падению темпов роста выпуска с последующим восстановлением роста. Популярным показателем, при помощи которого количественно оцениваются негативные последствия дезинфляционной политики, является сокращение ВВП или рост безработицы в процентных пунктах на 1 процентный пункт сократившейся инфляции (*sacrifice ratio*). Обзор обширного пласта литературы, посвященного оценкам издержек дезинфляционной политики, представлен в работе Г. Аскари и Т. Ропеле [1]. Однако если изначально экономика находилась в состоянии стагфляции, то снижение неопределенности относительно будущей инфляции в результате антиинфляционных мер ЦБ может привести не к спаду, а к ускорению экономического роста. Также для различных секторов экономики соотношение между позитивными и негативными эффектами будет отличаться.

## КАНАЛЫ ВОЗДЕЙСТВИЯ ДЕЗИНФЛЯЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ НА ЭКОНОМИКУ И ИХ СЕКТОРАЛЬНАЯ СПЕЦИФИКА

Денежная политика воздействует на экономику посредством большого количества различных так называемых трансмиссионных каналов. Обзор трансмиссионных механизмов представлен в работе Ф. Мишкина [2]. Из каналов влияния денежной политики мы выберем те, которые имеют секторальную специфику. Наш анализ дополняет работу

У. Торбеке [3], где дан краткий обзор возможных эффектов, возникающих в ситуации, когда денежные власти проводят дезинфляционную политику.

Рассмотрим последствия, возникающие, когда регулятор переходит к ужесточению денежных условий. Во-первых, вместе с повышением ключевой ставки формируются ожидания, в соответствии с которыми денежные власти будут в течение некоторого периода поддерживать повышенные номинальные краткосрочные ставки. Следствием этого становится рост номинальных ставок средне- и долгосрочного кредитования, поскольку они представляют собой средневзвешенное значение ожидаемых краткосрочных ставок<sup>1</sup>. Так как инфляционные процессы замедляются, реальная стоимость заимствований увеличивается, и это приводит к снижению инвестиций и потребления. Следовательно, дезинфляционная политика должна приводить к падению выпуска в отраслях, производящих товары инвестиционного назначения, а также товары длительного пользования, т. к. спрос на них чувствителен к изменениям реальной ставки.

Во-вторых, более высокая реальная ставка делает заимствования менее доступными для фирм, при этом предприятия с активами, которые могут служить залогом при кредитовании, имеют преимущество в доступе к ресурсам. По этой причине в период дезинфляционной политики малые и средние предприятия будут испытывать более жесткие ограничения [8; 9]. Следовательно, можно ожидать, что их выпуск сократится сильнее по сравнению с крупными предприятиями, что может привести к более значительному снижению производства в тех отраслях, где доминируют малые и средние предприятия.

В-третьих, ограничение денежного предложения приводит к укреплению национальной валюты в реальном выражении, поскольку номинальный курс растет под действием притока иностранного капитала, привлеченного высокими ставками. Следовательно, политика высоких ставок сдерживает импортозамещение и экспорт, но создает более благоприятные условия для отраслей, использующих иностранные комплектующие и оборудование.

Также заметим, что повышение ставок ведет к сокращению совокупного спроса, поэтому проциклические отрасли (т. е. отрасли, которые на восходящей стадии экономического цикла растут темпами, опережающими темп роста ВВП, но падают сильнее, чем ВВП, в период рецессии) будут в большей степени страдать от ужесточения денежной политики в силу того, что на них сжатие совокупного спроса сказывается сильнее.

Еще одно проявление эффекта дезинфляционной политики, о котором говорит теория, — характерное поведение кривой доходности, отражающей временную структуру процентных ставок. Инфляционные ожидания являются одним из факторов, определяющих вид кривой доходности, поскольку номинальные ставки включают в себя премию за ожидаемую инфляцию и для долгосрочных ставок этот эффект более выражен [10; 11]. В момент, когда денежные власти повышают ключевую ставку для активного подавления инфляции, должен произойти сдвиг кривой доходности вверх. При этом, если участники рынка доверяют прогнозам регулятора, согласно которым в среднесрочной перспективе он сможет снизить инфляцию, то дальний (правый) участок кривой доходности должен опуститься, отражая снижение премии за ожидаемую инфляцию в ставках по наиболее долгосрочным кредитам. Из приведенных рассуждений следует, что от политики дезинфляции выиграют те заемщики, которые привлекают средства на максимально длительный срок, поскольку для них стоимость кредита снизится.

---

<sup>1</sup> Таковую закономерность предполагает так называемая теория ожиданий временной структуры процентных ставок, которая описывает закономерности совместной динамики процентных ставок с разным сроком погашения. Теоретические работы, в которых предлагается и обосновывается теория ожиданий, включают работы Р. Шиллера и Дж. Маккаллоха [4], Р. Шиллера и Дж. Кэмпбелла [5], Дж. Фюрера [6], а также Дж. Кокса, Дж. Ингерсолла и С. Росса [7].

**ПЕРЕХОД К ПОЛИТИКЕ ВЫСОКИХ СТАВОК В РОССИИ**

Постепенный переход к политике высоких ставок произошел в 2014 г., когда Банк России последовательно в несколько шагов повысил ключевую ставку с 5,5 % в марте до 9,5 % в ноябре и до 17 % в декабре. Повышение ставок стало реакцией регулятора на ряд макроэкономических шоков: значительное падение цен на нефть и введение ограничений доступа российских компаний и банков на международный рынок капитала. Эти события привели к ускорению инфляции и более чем двукратной девальвации рубля, которые ЦБ пытался сдерживать интервенциями, параллельно расширяя валютный коридор. Переход к свободному плаванию рубля произошел 10 ноября 2014 г., когда был упразднен так называемый операционный интервал для бивалютной корзины и произошел отказ от валютных интервенций при достижении фактическим курсом бивалютной корзины границ данного интервала<sup>2</sup>, а с начала 2015 г. Банк России официально завершил переход к режиму инфляционного таргетирования<sup>3</sup>.

До 2015 г. ЦБ также устанавливал целевые ориентиры по инфляции, но они практически никогда не достигались, поскольку регулятор больше внимания уделял контролю над динамикой курса бивалютной корзины. Монетарная политика была преимущественно адаптивной, реальные ставки денежного рынка находились в отрицательной области. В «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2012 г. и период 2013–2014 гг.» Банк России впервые четко установил срок полного перехода к таргетированию инфляции. Целевое значение инфляции было выбрано на уровне 4 %, а ожидаемый срок достижения таргета установлен до конца 2017 г., что было зафиксировано в «Основных направлениях на 2015 г. и период 2016–2017 гг.». Переход к дезинфляционной политике начался во второй половине 2014 г. и окончательно оформился в конце 2015 г.

К сожалению, оценить чистый эффект от дезинфляционной политики ЦБ РФ не представляется возможным. Если бы она началась в условиях макроэкономической стабильности, то можно было бы проследить, как менялся выпуск в различных отраслях, и сделать вывод, что та или иная динамика производства является следствием политики высоких ставок. Однако ужесточение монетарной политики в России произошло не в период стабильности, а под действием ряда макроэкономических шоков. Существенно ухудшились условия торговли: цена на нефть марки Brent в июне 2014 г. достигала \$111 за баррель, но к январю следующего года опустилась до \$50 за баррель. Развитые страны начали вводить санкции против российских компаний и банков, ограничив им доступ на свои рынки капитала и наложив запрет на некоторые сделки; российские власти ввели пакет ответных санкций в форме эмбарго. Таким образом, динамика выпуска в различных отраслях в 2014–2016 гг. обусловлена не только жесткой политикой регулятора, но и действием указанных экзогенных факторов. Поэтому затруднительно оценить, что послужило причиной спада в том или ином секторе, жесткая политика ЦБ РФ или практически двукратное падение цен на нефть, сопровождающееся введением санкций.

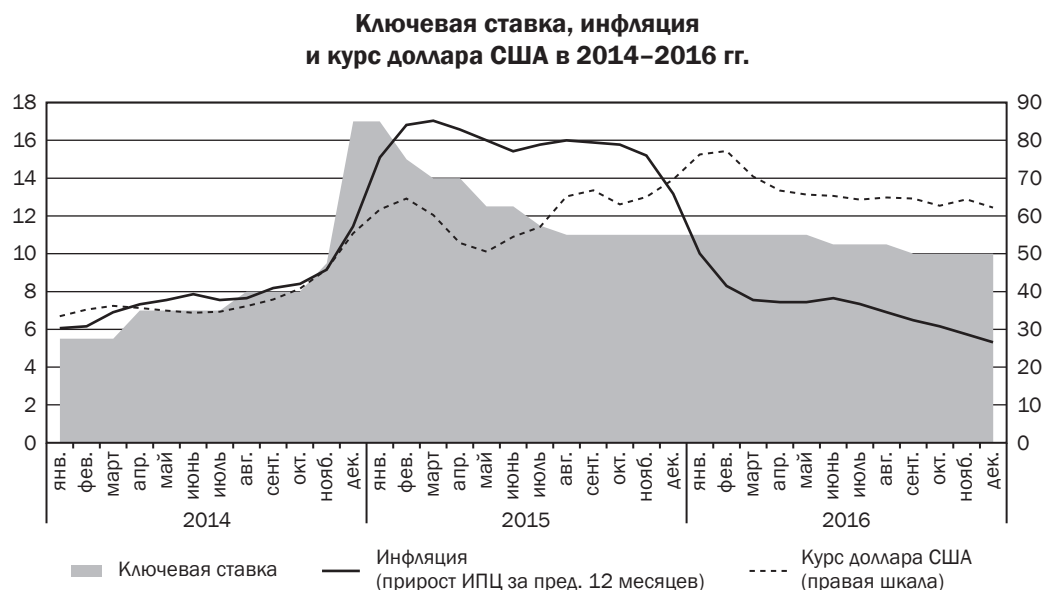
В дополнение к этому существует объективная сложность в точной датировке начала и окончания дезинфляционной политики. В 2014 г. Банк России повышал ставку одновременно с увеличивающимися темпами инфляции и прогрессирующим ослаблением курса рубля (рис. 1). Связывать переход к жесткой политике с увеличением номинальной ставки не вполне корректно, т. к. в действительности жесткость условий на денежном рынке

<sup>2</sup> См. пресс-релиз ЦБ РФ от 10 ноября 2014 г. URL: [http://www.cbr.ru/press/PR/?file=10112014\\_115454\\_dkp2014-11-10T11\\_52\\_10.htm](http://www.cbr.ru/press/PR/?file=10112014_115454_dkp2014-11-10T11_52_10.htm).

<sup>3</sup> В «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 г. и период 2016–2017 гг.» содержалась формулировка об окончании перехода на инфляционное таргетирование в 2014 г.

определяется не номинальной, а реальной процентной ставкой, равной номинальной ставке за вычетом ожидаемой инфляции. Поскольку оценка инфляционных ожиданий сопряжена со значительными сложностями, особенно в период макроэкономической нестабильности, каким был отрезок 2014–2016 гг., достоверно определить, когда денежная политика стала действительно ограничительной, крайне затруднительно.

Рисунок 1

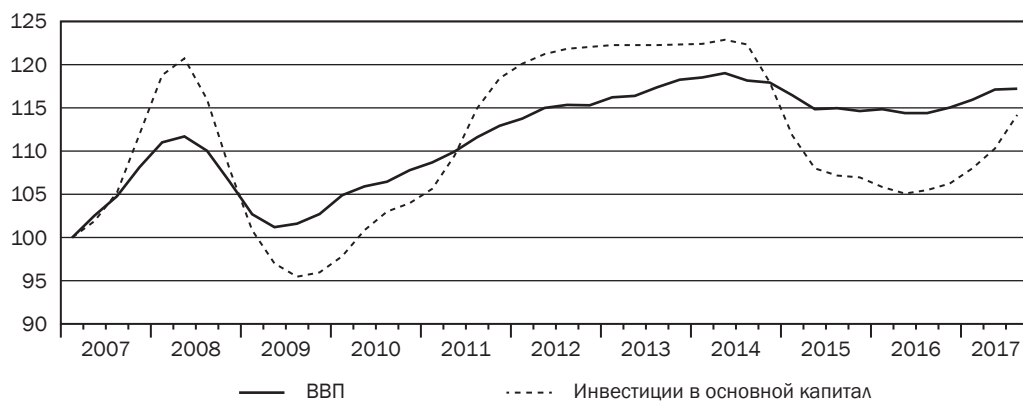


Источник: Банк России.

Не менее проблематично определение даты окончания дезинфляционной политики. Естественным было бы считать выходом из политики дезинфляции тот момент, когда ключевая ставка опустится до нейтрального уровня, т. е. до того значения, при котором реальная ставка, рассчитанная как разность между номинальной ставкой и таргетируемым уровнем инфляции, сравнивается со своим долгосрочным равновесным значением. Нейтральный уровень процентной ставки оценивается в работе коллектива экономистов Банка России [12]. С учетом невысокой точности в оценках долгосрочного равновесного значения реальной ставки установить момент перехода денежной политики в нейтральный режим можно только с достаточно большой погрешностью.

В связи с этим выбор временного интервала, на котором будет проводиться анализ, мы сделаем на основе динамики квартального ВВП, скорректированного на сезонный фактор. В качестве основного временного интервала выберем промежуток между пиком и нижней точкой по показателю ВВП. Это интервал между II кв. 2014 г. и III кв. 2016 г. Аналогичный период получится, если вместо показателя ВВП рассматривать инвестиции в основной капитал и также выбирать интервал между пиком и нижней точкой по данному показателю (рис. 2). Таким образом, мы рассматриваем период между моментом начала рецессии и моментом, когда экономика адаптировалась к новым условиям и началось оживление деловой активности. Выбранный подход не позволяет оценить секторальные последствия дезинфляции в полном объеме, поскольку в поле зрения попадает только стрессовый период, а позитивный эффект от снижения долгосрочной инфляции проявляется слабо. Однако при помощи данного подхода можно получить представление о краткосрочных (преимущественно негативных) последствиях политики высоких ставок.

**ВВП и инвестиции в основной капитал в 2007–2017 гг.**  
(в реальном выражении, индекс, I кв. 2007 г. = 100)



Источники: составлено автором по данным Росстата и Центра анализа данных НИУ ВШЭ.

Чтобы точнее оценить эффект политики высоких ставок, одновременно с основным периодом (II кв. 2014 г. – III кв. 2016 г.) рассмотрим период кризиса 2008–2009 гг. Мы включаем этот эпизод в анализ, поскольку, несмотря на значительно более глубокий спад в период кризиса по сравнению с 2014–2016 гг., макроэкономические условия в этих эпизодах были сходны, но при этом в 2008–2009 гг. Банк России не проводил жесткую денежную политику. Сравнение показателей различных отраслей в двух эпизодах даст дополнительное понимание роли политики высоких ставок. Сохранив тот же подход к выбору датировки периода анализа, мы определяем момент начала и конца дополнительного периода как промежуток между пиком и нижней точкой по показателю ВВП с корректировкой на сезонный фактор. Начало периода приходится на II кв. 2008 г., а конец – на II кв. 2009 г.

Сходство макроэкономических условий 2008–2009 гг. и 2014–2016 гг. состоит прежде всего в качественно похожих внешних шоках, которым подверглась российская экономика. Во-первых, в обоих эпизодах произошло существенное и достаточно быстрое снижение цен на нефть (табл. 1). Во-вторых, в каждом из этих эпизодов российская экономика столкнулась со значительным оттоком капитала. В 2008–2009 гг. это было связано с мировым финансовым кризисом и массовым бегством капиталов с развивающихся рынков. В 2014–2016 гг. ограничения по финансовому счету были также обусловлены санкциями, в соответствии с которыми был наложен запрет на долгосрочное кредитование ряда предприятий и банков на ведущих внешних финансовых рынках.

Таблица 1

**Изменение макроэкономических переменных**  
**во II кв. 2008 – II кв. 2009 гг. и II кв. 2014 – III кв. 2016 гг., %**

	II кв. 2008 г. – II кв. 2009 г.	II кв. 2014 г. – III кв. 2016 г.
ВВП	-9,4	-3,9
Инвестиции в основной капитал	-19,6	-14,1
Реальные доходы населения	+3,4	-9,9
Реальный обменный курс	-2,5	-16,7
Номинальный курс доллара США	+42,6	+81,0
Цена на нефть марки Brent	-53,3	-56,3

Источники: составлено автором по данным Росстата, Центра анализа данных НИУ ВШЭ.

Но вместе с тем необходимо отметить существенные отличия в макроэкономических условиях двух эпизодов, главным из которых является стадия экономического цикла. До кризиса 2008 г. инвестиции и выпуск росли высокими темпами, а в годы, предшествующие дезинфляционной политике ЦБ РФ, российская экономика находилась в состоянии стагнации — объем инвестиций не вырос с начала 2012 г., а темпы роста ВВП снизились до 1,3 % в 2013 г. Оценки показывают, что в 2008 г. российская экономика была в состоянии перегрева, в то время как к началу 2014 г. выпуск был близок к потенциальному. Разрыв ВВП, показывающий, насколько фактический ВВП отличается от потенциального уровня, к началу 2008 г. составлял от 4 до 12 % ВВП, а в 2013–2014 гг. находился вблизи нулевого значения с тенденцией выхода в отрицательную область<sup>4</sup>. Также в 2014–2016 гг. располагаемые доходы населения сократились на 10 %. Аналогичный показатель в 2008–2009 гг. не только не упал, но даже вырос более чем на 3 %, что объясняется особенностями государственной антикризисной политики. В 2008–2009 гг. реализовывались масштабные меры бюджетной поддержки населения и производства, а в 2014–2016 гг. бюджетная политика была значительно более консервативной, хотя отдельные отрасли все же получили поддержку. Дефицит федерального бюджета РФ в 2008 и 2009 гг. составил 7,9 и 3,9 % ВВП соответственно, при том что в 2007 г. бюджет был сведен с профицитом 4,1 % ВВП. В 2014–2016 гг. бюджетные показатели демонстрировали колебания гораздо меньшей амплитуды. Дефицит федерального бюджета в 2013 и 2014 гг. составил 0,5 % ВВП, в 2015 и 2016 гг. он был зафиксирован на уровне 2,4 и 3,4 % ВВП соответственно. Помимо бюджетной политики два эпизода отличаются наличием российских контрсанкций, запрещающих ввоз отдельных видов импортных сельскохозяйственных товаров из стран, которые ввели санкции против России. Влияние контрсанкций не так заметно на макроуровне, но на уровне некоторых отраслей (торговля, сельское хозяйство) оно вполне ощутимо.

### **ЭФФЕКТЫ ДЕЗИНФЛЯЦИИ НА МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОМ УРОВНЕ: СБЕРЕЖЕНИЯ, ОБМЕННЫЙ КУРС И ДОЛГОСРОЧНЫЕ СТАВКИ**

Выше было отмечено, что дезинфляционная политика в краткосрочной перспективе оказывает сдерживающее влияние на инвестиции и стимулирует сбережения, сокращая потребление. Подобная картина действительно наблюдалась в 2014–2016 гг. Инвестиции в рассматриваемом периоде сократились на 14 % при общем снижении выпуска на 4 %. В 2008–2009 гг. падение инвестиций было более выраженным и составило почти 20 %, но и глубина общего экономического спада составила более 9 %, т. е. гораздо больше, чем в 2014–2016 гг. Таким образом, соотношение между спадом инвестиций и ВВП во втором периоде было выше, что может быть объяснено, в частности, эффектом политики высоких ставок.

Высокие ставки переориентировали домохозяйства на сбережения, в результате чего норма сбережений заметно выросла — с 6,2 % в 2014 г. до 12,2 и 11,9 % в 2015 и 2016 г. соответственно<sup>5</sup>.

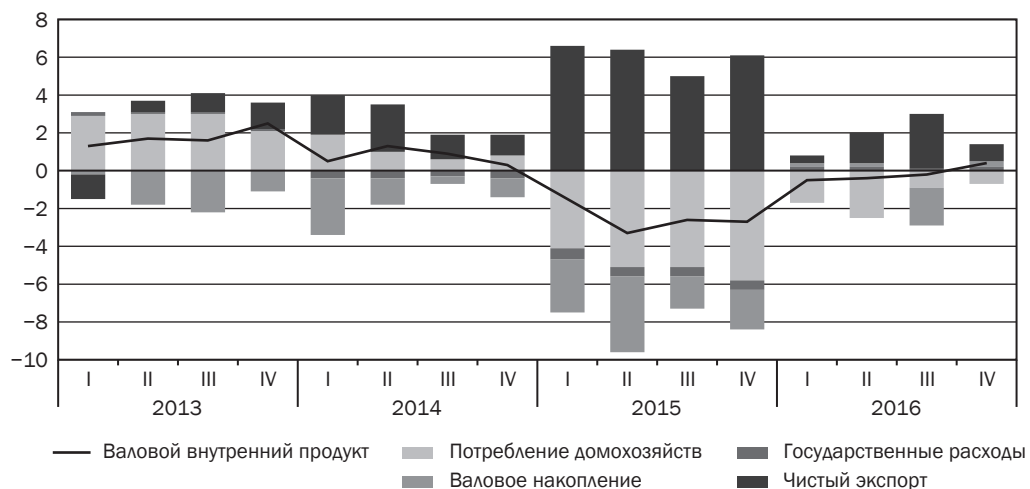
Ужесточение денежной политики приводит к укреплению национальной валюты в реальном выражении и поэтому вызывает сокращение чистого экспорта. В 2014–2016 гг. наблюдалась обратная картина (рис. 3).

---

<sup>4</sup> Оценки разрыва ВВП представлены в докладах «О денежно-кредитной политике» Банка России за октябрь 2013 г., сентябрь и июнь 2014 г., а также в работе С. Синельникова-Мурылева, С. Дробышевского и М. Казаковой [13].

<sup>5</sup> См.: доклад «О денежно-кредитной политике» Банка России за сентябрь 2017 г. (рис. 1.14 на с. 12).

**Темп роста ВВП и вклад отдельных компонент в прирост ВВП  
(к аналогичному периоду прошлого года), %**



Источник: рассчитано автором по данным Росстата.

Происходившие процессы объясняются тем, что влияние первоначального шока обменного курса, связанного с падением цены на нефть, не было полностью компенсировано воздействием политики высоких ставок на реальный курс, который в рассматриваемом периоде сократился на 17 % (см. табл. 2).

Как было указано выше, политика подавления инфляции должна отразиться на ставках по кредитам, выдаваемым на длительный срок. Ставки по долгосрочным банковским кредитам росли в 2014–2015 гг., но затем тенденция переломилась, и на данный момент ставки последовательно снижаются. По состоянию на конец 2017 г. уровень ставки по кредиту нефинансовому сектору на срок более трех лет составлял 9,25 %, что более чем на один процентный пункт ниже, чем уровень аналогичной ставки в январе 2014 г., т. е. до начала дезинфляционного маневра. Поскольку детализированные данные по временной структуре ставок по кредитам коммерческих банков недоступны, нет возможности оценить инфляционные ожидания финансовых посредников. Тем не менее стабильное снижение номинальных ставок кредитования несомненно является проявлением позитивного эффекта от снижающейся инфляции.

### **ЭФФЕКТЫ ДЕЗИНФЛЯЦИИ НА ОТРАСЛЕВОМ УРОВНЕ: ПРОМЫШЛЕННЫЙ СЕКТОР, ТОРГОВЛЯ, СЕЛЬСКОЕ ХОЗЯЙСТВО И СТРОИТЕЛЬСТВО**

Анализ эффектов политики высоких ставок на отраслевом уровне будет опираться на показатели, отражающие изменение выпуска в каждой отрасли в рассматриваемом периоде (II кв. 2014 г. — III кв. 2016 г.). Среди секторов, испытавших наибольший спад производства, можно выделить автомобильную промышленность (–31,0 %), производство подвижного железнодорожного состава (–30,8 %), производство машин и оборудования (–12,6 %) и розничную торговлю (–14,7 %). Меньший, но все равно более глубокий, чем падение ВВП, спад произошел в строительстве (–12,1 %), металлургической промышленности (–8,3 %), в производстве кокса и нефтепродуктов (–4,1 %). Динамика в обрабатывающих производствах (–3,7 %) была близка к динамике ВВП (–3,9 %). Лучше положение складывалось в добывающих отраслях (+3,9 %), пищевой (+3,6 %)



и текстильной (+8,3 %) промышленности. В химической промышленности (+15,7 %) и сельском хозяйстве (+11,0 %) наблюдался очень быстрый рост<sup>6</sup>.

В соответствии с описанным выше подходом, чтобы оценить, как политика высоких ставок отразилась на отраслях, мы будем для каждой отрасли сравнивать величину падения выпуска в основном периоде (II кв. 2014 г. – III кв. 2016 г.) с ее падением во время кризиса 2008–2009 гг. (II кв. 2008 г. – II кв. 2009 г.). Этот кризис привел к большому экономическому спаду, и с учетом этого необходимо сравнивать не величины спада в отраслях для двух периодов, а величины относительного спада, т. е. отношение процентного сокращения выпуска в отрасли к процентному падению ВВП. Этот показатель соответствует эластичности выпуска в отрасли по ВВП, и его значения для некоторых отраслей приведены в табл. 2.

Таблица 2

**Эластичность выпуска в некоторых отраслях по ВВП**

Сектор	II кв. 2008 г. – II кв. 2009 г.	II кв. 2014 г. – III кв. 2016 г.
Добыча полезных ископаемых	1,15	-0,99
Строительство	1,91	3,13
Сельское хозяйство	-0,45	-2,83
Розничная торговля	0,49	3,78
Промышленность	1,06	0,13
Металлургическое производство	2,05	2,14
Производство ж/д состава	4,60	7,93
Автомобильная промышленность	6,74	7,97
Производство машин и оборудования	6,32	3,32
Пищевая промышленность	0,39	-0,92
Производство кокса и нефтепродуктов	-0,06	1,06
Производство фармацевтической продукции	-1,01	-2,75
Текстильное производство	2,14	-2,13
Химическое производство	0,75	-4,03

Источники: Росстат, расчеты автора.

Приведенные оценки говорят о том, что, во-первых, наиболее существенное падение производства произошло в тех секторах, где выпускается продукция инвестиционного назначения: производство машин и оборудования, строительство, металлургия, автопром, производство ж/д составов<sup>7</sup>. Это вполне согласуется с описанной выше теорией, согласно которой спрос на продукцию инвестиционного назначения особенно чувствителен к величине процентной ставки. Во-вторых, во всех перечисленных отраслях, исключая производство машин и оборудования, эластичность выпуска по ВВП оказалась выше в 2014–2016 гг. В рамках нашей логики это наблюдение свидетельствует в пользу того, что политика высоких ставок привела к относительно более глубокому спаду в данных отраслях. Однако данный эффект может быть связан также и с гипотезой, в соответствии с которой начиная с 2013 г. экономика вошла в фазу рецессии, характеризующейся сокращением инвестиционной активности, либо с последствиями сокращения инвестиций в основной капитал за счет бюджетных средств, наблюдавшегося в 2014–2016 гг. в ходе

<sup>6</sup> Все цифры получены на основе данных Росстата.

<sup>7</sup> Анализ экономистов ЦМАКП дает не такую однозначную картину в инвестиционно-ориентированном промышленном секторе. Наряду с падением производства строительных материалов и транспортных средств они фиксируют рост производства электро- и оптического оборудования и стагнацию производства машин и оборудования. См. мониторинг ЦМАКП «Тенденции развития промышленности». URL: [http://www.forecast.ru/\\_ARCHIVE/Analytics/PROM/2017/Trends\\_2016\\_01\\_30.pdf](http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analytics/PROM/2017/Trends_2016_01_30.pdf).

бюджетной консолидации. Относительно более благоприятный исход для перечисленных отраслей в 2008–2009 гг. мог быть связан с мерами бюджетной поддержки, которые в тот момент принимало правительство.

Аналогичная ситуация наблюдалась в розничной торговле: реальный товароборот сократился в основном исследуемом периоде относительно ВВП сильнее, чем в 2008–2009 гг. Обнаруженный эффект, по-видимому, связан с тем, что в 2014–2016 гг. произошло гораздо более сильное падение реальных располагаемых доходов населения, чем в 2008–2009 гг. Можно предположить, что помимо этого негативную роль сыграли российские контрсанкции, закрывшие для розничных сетей доступ к сельскохозяйственной продукции некоторых стран и вынудившие их конкурировать за альтернативные источники поставок, что определило рост издержек в розничной торговле. Увеличение издержек вместе со слабым потребительским спросом обусловили спад в этом секторе, поэтому вероятно, что спад в торговле к политике высоких ставок прямого отношения не имеет.

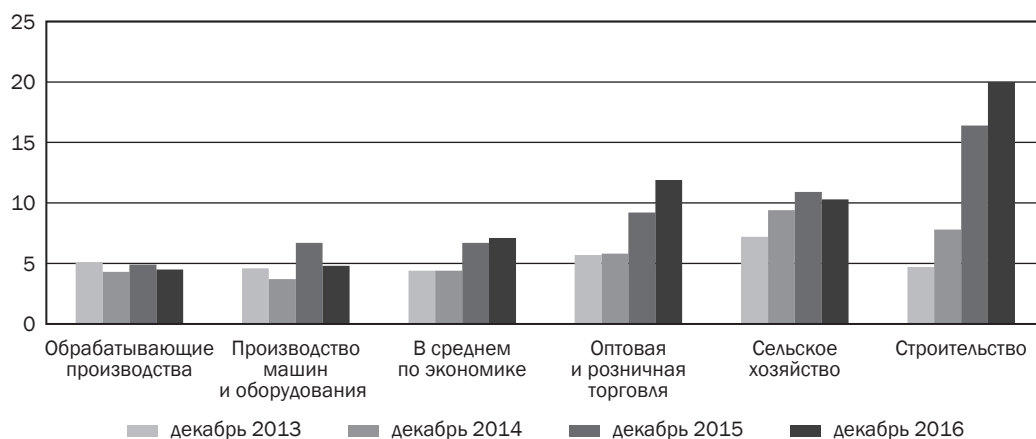
Если обратиться к секторам, в которых относительного спада не было зафиксировано, то не удастся найти какого-либо объяснения связи их относительной позитивной динамики с реализацией жесткой политики ЦБ РФ. Уровень производства в добывающих отраслях в период дезинфляции вырос, хотя во время кризиса 2008–2009 гг. в них был зафиксирован значительный спад. Но такая динамика в этих отраслях объясняется в первую очередь тем, что значительная часть их продукции поставляется на экспорт и в 2008–2009 гг. наблюдался спад мирового спроса на сырьевые товары, тогда как в основном периоде спрос скорее рос. Заметим также, что политика высоких ставок должна способствовать реальному укреплению рубля, однако в обоих анализируемых периодах происходило не укрепление, а ослабление реального курса. Можно было бы связать рост производства добывающих отраслей с реальным ослаблением рубля, т. к. оно делает экспортирующие предприятия более конкурентоспособными в сравнении с иностранными производителями. Однако этот механизм не работает для сырьевого экспорта, где ценовая конкуренция играет меньшую роль и эластичность выпуска по цене низкая. Относительно более благоприятная ситуация в пищевом и аграрном секторах может объясняться воздействием контрсанкций, принятых российским правительством. Ограничение доступа импортных продуктов питания и сельскохозяйственной продукции на российский рынок создали дополнительный спрос в данных секторах. Расширение выпуска стало возможным за счет активных инвестиций в их развитие, в т. ч. в предыдущие годы. Большую роль сыграло также ослабление рубля вследствие падения цен на нефть, которое поддержало конкурентоспособность аграрного производства. Это подтверждается и тем фактом, что сельское хозяйство демонстрировало положительную динамику и в 2008–2009 гг., когда также произошло падение реального курса. Политика высоких ставок в данном случае едва ли оказала ощутимое влияние.

Хорошей иллюстрацией реакции различных отраслей на макроэкономические шоки 2014–2016 гг., включая политику высоких ставок, является динамика банкротств. По данным ЦМАКП<sup>8</sup>, рост числа банкротств среди предприятий машиностроения<sup>9</sup> и в строительстве существенно превысил средний по экономике. О сложном положении в строительной индустрии и торговле говорит не только увеличившаяся в 2014–2016 гг. доля просроченной задолженности, но и то, что ее уровень не стабилизировался и продолжает расти (рис. 4). В сельском хозяйстве доля просроченной задолженности также выросла, но остается относительно стабильной, как и в отраслях производства машин и оборудования.

<sup>8</sup> См. доклад ЦМАКП «Банкротства юридических лиц в России: основные тенденции» (IV квартал 2017). URL: [http://www.forecast.ru/\\_ARCHIVE/Analytics/PROM/2017/Bnkrpc-4-17.pdf](http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analytics/PROM/2017/Bnkrpc-4-17.pdf).

<sup>9</sup> Машиностроительный комплекс объединяет производство машин и оборудования, производство электрооборудования, производство транспортных средств и оборудования.

Доля просроченной задолженности по секторам, %



Источник: Банк России.

Подводя итог анализа последствий дезинфляционной политики для различных отраслей, можно сделать вывод, что определенное негативное воздействие жесткой денежной политики имело место, поскольку сектора, спрос на продукцию которых чувствителен к величине процентной ставки, оказались в лидерах спада. В то же время, как было отмечено выше, падение производства в них нельзя связывать исключительно с политикой Банка России, поскольку в 2014–2016 гг. проявились и другие негативные макроэкономические шоки.

### ЭФФЕКТЫ ДЕЗИНФЛЯЦИИ В СЕКТОРЕ МАЛОГО И СРЕДНЕГО ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА И СЕКТОРЕ ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ

Фактические данные по малым и средним предприятиям дают противоречивую картину. По данным Росстата, количество малых предприятий в 2016 г. по сравнению с 2014 г. не сократилось ни по одному из видов экономической деятельности. Увеличились показатели оборота малых предприятий во всех секторах. Наряду с этим численность занятых на малых предприятиях с 2014 по 2016 г. сократилась на 6 % в целом по экономике и на 13 и 10 % на малых предприятиях торговли и строительства соответственно. Аналогичные показатели в 2008–2009 гг. были существенно меньше при более значительном падении ВВП. Принимая во внимание то, что малый бизнес и индивидуальное предпринимательство преимущественно сконцентрированы в сфере розничной торговли и услугах населению, можно связать более интенсивное падение активности малого бизнеса и индивидуальных предпринимателей с более сильным падением располагаемых доходов населения в 2014–2016 гг.

Общая сумма задолженности предприятий малого и среднего бизнеса перед банковским сектором сокращалась в 2014–2016 гг. даже в номинальном выражении, а просроченная задолженность при этом постоянно увеличивалась, и темп ее роста превышал средний по экономике. Поскольку общий портфель кредитов банков в рассматриваемый период вырос, можно предположить, что сокращение кредитования малого бизнеса связано с дезинфляционной политикой и вынужденным сокращением займов малых предприятий по причине ограниченности доступа к кредитным ресурсам ввиду дефицита качественных активов, которые могли бы использоваться в качестве залога. Неизменность премии за риск при сокращении кредитования может объясняться эффектом рационарирования кредита, заключающегося в том, что банки реагируют на рост рисков кредитования не повышением ставок, а ограничением предложения кредита

при ужесточении требований к залого. Такое объяснение согласуется с предположением о дефиците качественного залога у предприятий малого и среднего бизнеса.

Еще одним сектором, на который дезинфляционная политика могла бы оказать негативное влияние, является сектор ипотечного кредитования, поскольку он особенно чувствителен к изменению процентных ставок. Однако в действительности ипотечное кредитование не испытало стресса и росло темпами, превышающими темп роста общего кредитного портфеля банков и портфеля банковских кредитов физлицам. По данным ЦБ РФ, задолженность по ипотечным кредитам выросла на 30 % за 2014 г., на 9,9 % в 2015-м и 12,2 % 2016 г., а задолженность по кредитам нефинансовому сектору и физлицам в 2014 г. выросла только на 14 % и стабилизировалась в последующие годы. Ставки по ипотечным кредитам увеличились в 2015 г. вслед за повышением ключевой ставки ЦБ РФ, но в дальнейшем они постепенно уменьшались, а сроки кредитования росли. Если в начале 2015 г. средний срок ипотечного кредита составлял 178 месяцев, а средняя ставка 13,2 %, то к концу 2017 г. данные показатели были равны 187 месяцев и 9,8 %. Возможным объяснением такой динамики может являться политика регулятора, которая приводит к сокращению уровня ожидаемой инфляции и его волатильности, создавая стимулы к предоставлению долгосрочных кредитов и снижению ставок. В то же время ставки по среднесрочным и долгосрочным кредитам еще не опустились ниже уровней 2013 г., а с учетом замедлившейся инфляции можно говорить даже об увеличении реальной стоимости заимствования. Следовательно, пока есть только ограниченные свидетельства, подтверждающие тезис о том, что развитие рынка ипотечного кредитования стало проявлением позитивных эффектов дезинфляционной политики.

Оживление ипотечного кредитования можно отчасти связать с большей доступностью объектов недвижимости для населения ввиду стагнации цен на этом рынке, а также с реализацией государственной программы поддержки ипотечного кредитования. При этом рост объемов ипотечного кредитования сложно объяснить желанием банков разместить средства по относительно высокой ставке, принимая во внимание ее сокращение в будущем по мере дальнейшего снижения ключевой ставки Банком России. Если бы это объяснение было верным, то кредитование расширилось бы по всему спектру кредитов, но в действительности ничего подобного не наблюдается.

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Политика высоких ставок, к которой регулятор перешел в 2014 г., оказала существенное воздействие на ряд отраслей, среди которых можно выделить отрасли, ориентированные на производство инвестиционных товаров, товаров длительного пользования (строительство, автопром, машиностроение, металлургия, производство железнодорожного подвижного состава). Жесткая политика ЦБ РФ, по-видимому, внесла дополнительный вклад в усугубление рецессии, но дать точную оценку этому вкладу трудно, поскольку были другие весьма значимые факторы спада экономической активности: ухудшение условий торговли и введение санкций. Есть признаки того, что дезинфляционная политика оказала сдерживающее воздействие на кредитование малых и средних предприятий. Сектор ипотечного кредитования, который должен был демонстрировать высокую чувствительность к монетарным условиям, отреагировал на дезинфляционную политику позитивно, что может объясняться проявлением долгосрочных позитивных эффектов от снижения инфляции. Также наблюдается постепенное снижение стоимости долгосрочных кредитов, что объясняется сокращением премии за ожидаемую инфляцию.

## **Библиография / References**

1. Ascari G., Ropele T. Disinflation effects in a medium-scale New Keynesian model: money supply rule versus interest rate rule. *European Economic Review*. 2013, vol. 61, pp. 77–100. Available at: <http://dx.doi.org/10.1016/j.euroecorev.2013.03.004>.

2. Mishkin F. S. The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy. *NBER Working paper*, 1996, WP5464.
3. Thorbecke W. Who Pays for Disinflation? Disinflationary Monetary Policy and the Distribution of Income. *Public Policy Brief*, 1997, no. 38.
4. Shiller R. J., McCulloch J. H. The term structure of interest rates. *Handbook of Monetary Economics*, 1990, no. 1, pp. 627–722.
5. Campbell J. Y., Shiller R. J. Yield spreads and interest rate movements: A bird's eye view. *Review of Economic Studies*, 1991, vol. 58, no. 3, pp. 495–514. Available at: <http://dx.doi.org/10.2307/2298008/>.
6. Fuhrer J. C. Monetary Policy Shifts and Long-Term Interest Rates. *The Quarterly Journal of Economics*, 1996, vol. 111, no. 4, pp. 1183–1209. Available at: <http://dx.doi.org/10.2307/2946712>.
7. Cox J. C., Ingersoll J. E., Ross S. A. A Theory of the Term Structure of Interest Rates. *Econometrica*, 1985, vol. 53 (2), pp. 385–408. Available at: <http://dx.doi.org/10.2307/1911242>.
8. Gertler M., Gilchrist S. Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 1994, vol. 109, iss. 2, pp. 309–340. Available at: <http://dx.doi.org/10.2307/2118465>.
9. Fama E., French K. Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *The Journal of Finance*, 1995, vol. 50, pp. 131–155. Available at: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05169.x>.
10. Mishkin F. What does the term structure tell us about future inflation? *Journal of Monetary Economics*, 1990, vol. 25, iss. 1, pp. 77–95. Available at: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-3932\(90\)90046-7/](http://dx.doi.org/10.1016/0304-3932(90)90046-7/).
11. Buttiglione L., Del Giovane P., Tristani O. Monetary Policy Actions and the Term Structure of Interest Rates: A Cross-country Analysis. Banca d'Italia, 1997.
12. Крепцев Д., Поршаков А., Селезнев С., Синяков А. Равновесная процентная ставка: оценки для России / Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. 2016. № 13 [Kreptsev D., Porschakov A., Seleznev S., Sinyakov A. Equilibrium Interest Rate: Estimates for Russia. Bank of Russia. Series of economic research reports, 2016, no. 13 (In Russ.)].
13. Синельников-Мурылев С., Дробышевский С., Казакова М. Декомпозиция темпов роста ВВП России в 1999–2014 годах // Экономическая политика. 2014. № 5. С. 7–37 [Sinelnikov-Murylev S., Drobyshevsky S., Kazakova M. Decomposition of GDP Growth in Russia in 1999–2014. *Ekonomicheskaya politika – Economic policy*, 2014, no. 5, pp. 7–37 (In Russ.)].

---

**E. L. Goryunov**

## **Sectoral Effects of Bank of Russia Disinflation Policy**

### **Author's affiliation:**

**Evgeny L. Goryunov** (e-mail: [evgeni.goryunov@gmail.com](mailto:evgeni.goryunov@gmail.com)), ORCID 0000-0003-2692-6023, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow 119571, Russian Federation

### **Abstract**

Usually disinflation policy leads to decline in economic activity in medium term. Later, inflation expectation decrease and money circulation normalization will lead to interest rate decline and widening of a planning. These effects, both positive and negative, affect various industries differently. In this paper the author aims to assess sectoral consequences of disinflation policy, which has been recently implemented by the Bank of Russia. Economic theory predicts the following. Firstly, tight monetary policy hits industries producing investment goods, since demand for that type of goods is sensitive to interest rates change. Secondly, procyclical industries suffer. Thirdly, interest rate hike constrains loans to small and medium enterprises more than to large ones. Furthermore, real exchange rate appreciates during disinflation policy and therefore worsen terms for exporters. All these effects, except real appreciation of ruble, are present in Russian economy. Along with that mortgage lending is widening and long-term interest rates are decreasing.

### **Keywords:**

monetary policy, sectoral effects, transmission mechanisms, yield curve, mortgage lending, small and medium enterprises

**JEL:** E21, E22, E23, E32, E43, E51, E52, E58, E65, L16

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-6-21-33>