

Этюд 12. Денежно-кредитная политика: непопадание в такт ритму экономики

Недостаточное использование Банком России всего спектра инструментов монетарного регулирования и концентрация монетарной политики исключительно на инструменте процентной ставки, в конечном счете, привели к рассинхронизации воздействия ставки на динамику кредитного рынка, а через него – на экономический рост и инфляцию.

Одним из следствий такой рассинхронизации стало «кредитное сжатие» конца 2024-2025 гг. с его потенциалом резкого торможения экономической динамики.

Процентная политика: греем перегрев и охлаждаем переохлаждение

С начала 2022 г. колебания ключевой ставки ЦБ РФ – и номинальной, и реальной (с поправкой на инфляцию) – достигли беспрецедентного масштаба. Её динамика стала характеризоваться как глубокими провалами, так и резкими скачками (Рисунок 1). В результате последнего такого скачка Россия находится среди «лидеров» среди крупных и средних экономик мира по уровню реальной стоимости денег (Таблица 1).

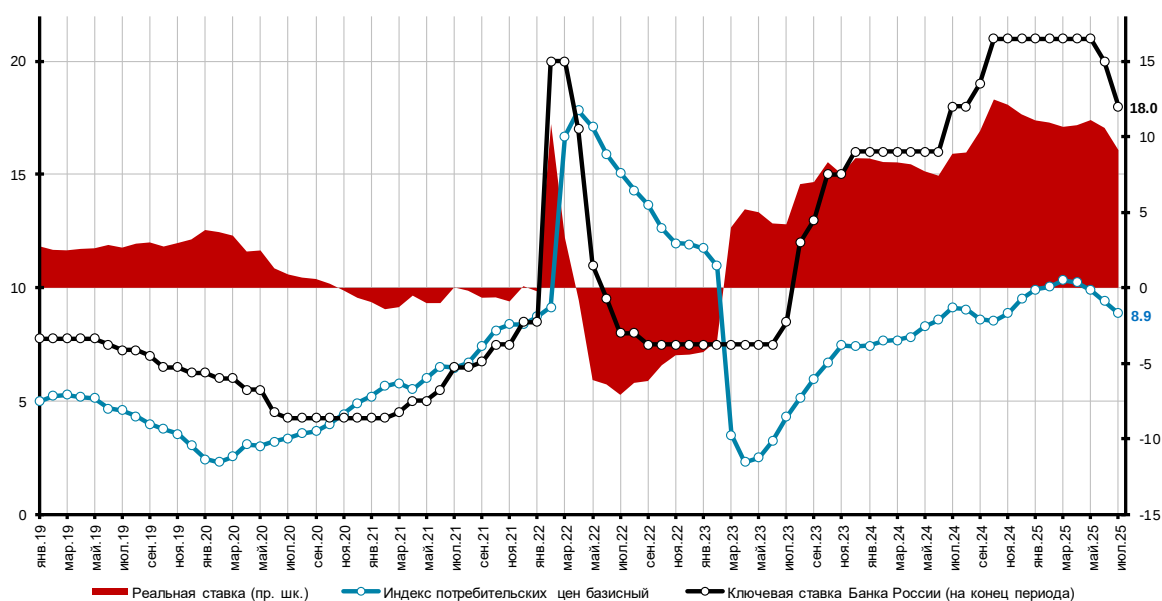


Рисунок 1 – Ключевая ставка ЦБ РФ и уровень инфляции (% годовых)

Таблица 1. Ключевая ставка и уровень инфляции по различным странам (% годовых, июль 2025 г.)

Страна	Ключевая ставка (Номинальная ставка, %)	Инфляция (ИПЦ, %)	Реальная процентная ставка (%)
Бразилия	15	5.35	9.65
Россия	18	8.9	9.1
Индия	5.5	2.1	3.4
Китай	3	0.1	2.9
США	4.5	2.7	1.8
Австралия	3.85	2.1	1.75
Канада	2.75	1.9	0.85
Великобритания	4.25	3.6	0.65
ЕС	2.15	2	0.15
Швейцария	0	0.1	-0.1
Япония	0.5	3.5	-3

Если рассмотреть интегральный показатель монетарных условий развития экономики, который включает в себя как уровень ставок, так и динамику обменного курса, то можно констатировать, что после 2022 г. волны «смягчений» и «ужесточений» также стали беспрецедентными по своему масштабу (Рисунок 2).

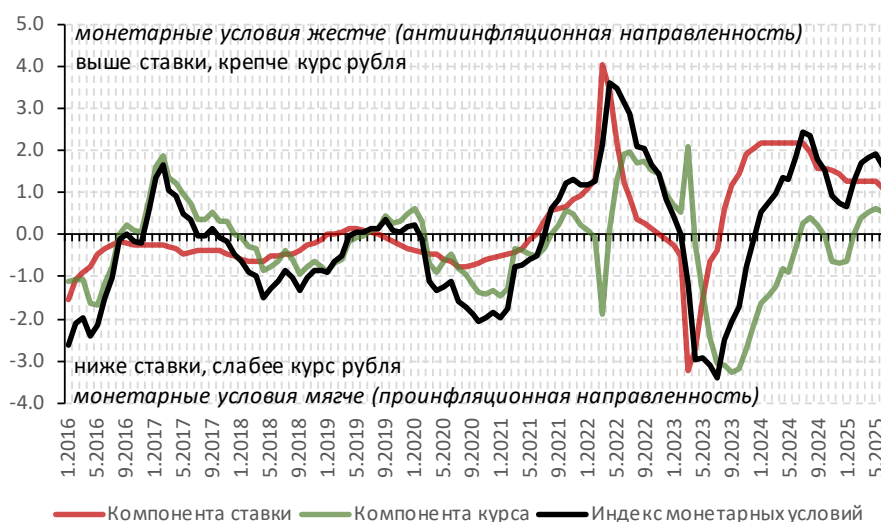


Рисунок 2 – Индекс монетарных условий¹ (МСИ) и его компоненты

При этом, если до 2022 г. изменения курса и ставки воздействовали на экономику в одном направлении (либо оба – в дезинфляционно-охлаждающем², либо оба – в проинфляционно-стимулирующем³), то, начиная с 2022 г., они обычно «работают» в противоположном направлении (т.е. если курс «стимулирует» экономику, то ставка её «охлаждает», и наоборот). А поскольку одновременно возросла сила внешних шоков, которая демпфирует движение монетарных показателей, то размах изменений ставок стал воистину огромным.

Можно говорить о том, что после начала геополитического стресса поменялся характер взаимосвязи между процентной политикой, курсом, внешне- и внутриэкономической конъюнктурой (Схема 1).

В период с 2017 г. по 2021 г., при возникновении сильных внешнеэкономических шоков, вызванные ими колебания курса рубля в значительной мере гасились при помощи покупки/продажи государством

¹ Индекс монетарных условий (МСИ – monetary condition index) представляет собой взвешенную сумму двух компонент – динамики процентных ставок и обменного курса. Компоненты ставок и прямого курса рубля определяются как темпы прироста соответствующих показателей к аналогичному периоду предыдущего года, нормированные на стандартные отклонения ряда на историческом периоде.

² Такой направленности соответствует повышение процентных ставок и курса национальной валюты по отношению к иностранной. Это повышение (с определенными лагами) в целом работает на замедление динамики внутренних цен, но при этом ограничивает конкурентоспособность национальных производителей, сдерживая экономический рост.

³ Такой направленности соответствует понижение процентных ставок и курса национальной валюты по отношению к иностранной. Это понижение (с определенными лагами) в целом работает на ускорение динамики внутренних цен, но при этом повышает конкурентоспособность национальных производителей, стимулируя экономический рост.

иностранной валюты (осуществляемой исходя из бюджетного правила, со счетов Минфина в Банке России). Это ограничивало влияние данных шоков на динамику курса, и, соответственно, инфляции. В такой ситуации, для того, чтобы компенсировать воздействие ухудшения внешнеэкономических условий на экономический рост, Банк России мог позволить себе снизить уровень ставок, не опасаясь, что это приведёт к разгону цен (как во время коронавирусного шока 2020 г.).

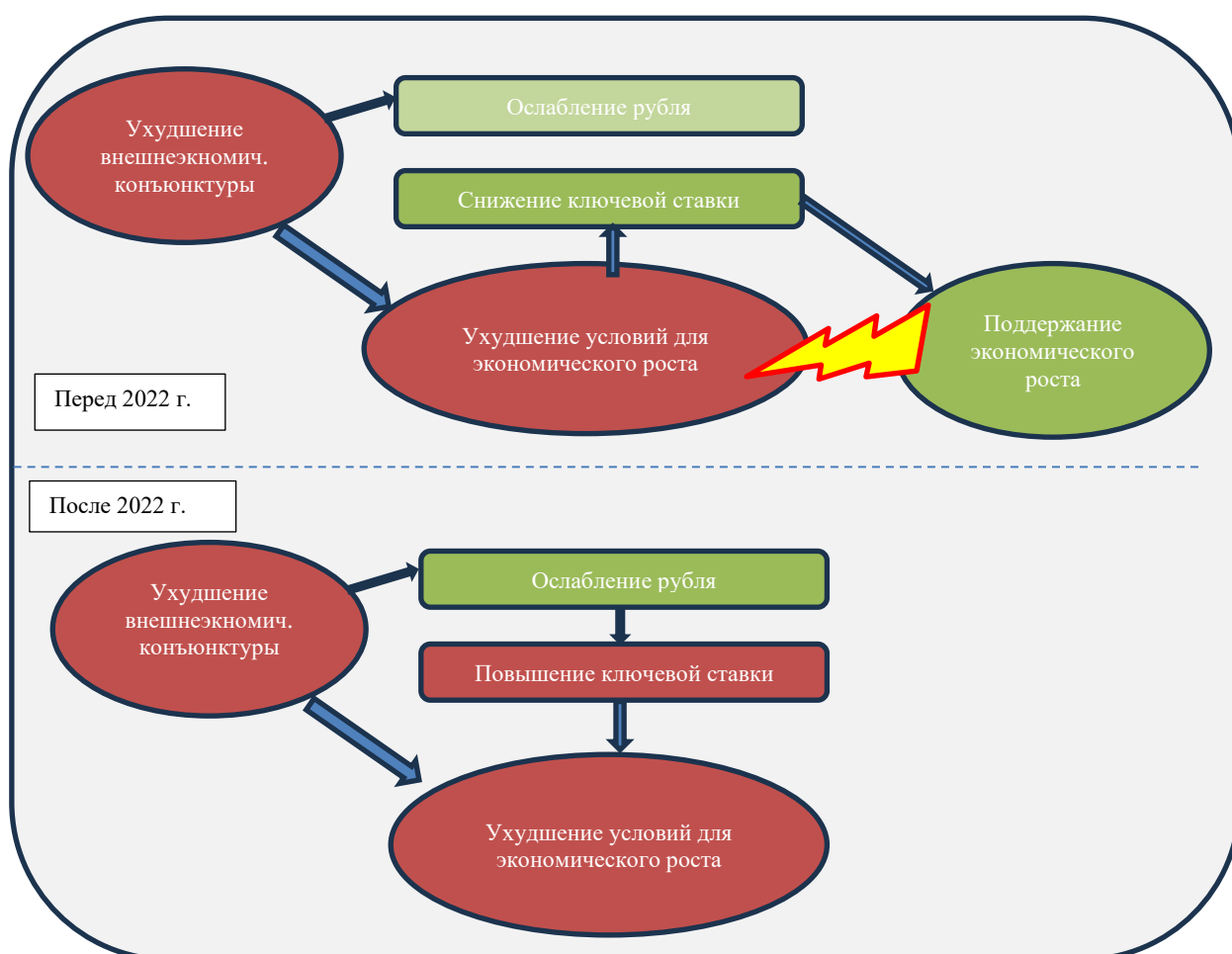


Схема 1. Изменение взаимосвязи между процентной политикой, курсом рубля, внешне- и внутриэкономической конъюнктурой после начала геополитического шока

Блокировка в результате санкций значительной части официальных валютных резервов в 2022 г. ограничила (по крайней мере, на время) монетарные власти в возможности проводить операции, корректирующие курсовую динамику, а движения обменного курса рубля в условиях «осушения» ликвидности внутреннего валютного рынка стали более

резкими. Вследствие резких колебаний курса возросло его влияние на уровень внутренних цен (т.н. «эффект переноса»). Чтобы противостоять усилившемуся инфляционным скачкам, процентная политика стала активно действовать в направлении, противоположном курсу с точки зрения влияния на экономику – ослабление рубля стало сопровождаться ужесточением процентной политики, и наоборот.

Как следствие, начиная с 2022 г., монетарные условия стали переохлаждать экономику в вызванные ухудшением внешнеэкономической конъюнктуры периоды «охлаждения» и дополнительно разогревать – в периоды вызванного улучшением внешнеэкономической конъюнктуры «разогрева» (Рисунок 3).

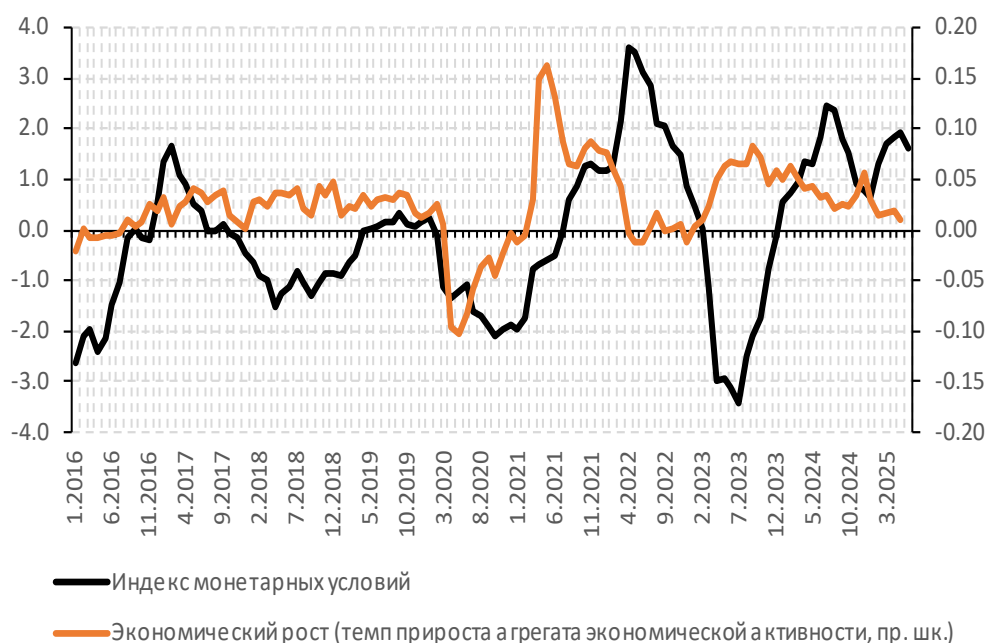


Рисунок 3 – Монетарные условия и экономический рост

«Кредитные качели»: как рынок от стремительного роста перешел к резкому торможению

В последние пять лет российский рынок кредитования продемонстрировал впечатляющий рост, сменившийся затем внезапным резким торможением. Первая волна роста пришлась на 2021 г., когда совокупный кредитный портфель населения увеличился примерно на 22%.

Вторая волна – более мощная – наблюдалась в 2023-2024 гг. Расширение портфелей шло стремительными темпами – порядка 23% роста кредитного портфеля в год для розничного и 21% для корпоративного сегмента. Существенную роль в этом процессе сыграли государственные программы поддержки кредитования – от льготной ипотеки до субсидированного кредитования МСП.

Однако в конце 2024 г. после внезапного для рынка резкого повышения ключевой ставки (до 21% годовых), совпавшего с усилением нормативно-пруденциальных ограничений для банков на кредитование⁴, произошел переход к «кредитному сжатию» – резкому падению выдач новых кредитов и сокращению кредитных портфелей.

Когда регулятор «догоняет»: почему политика сработала с опозданием и вызвала сжатие

Влияние процентной и макропруденциальной политики на рынок кредитования оказалось ограниченным – сигналы начали сказываться лишь с существенным запозданием и сразу с высокой силой, что и привело к резкому замедлению темпов кредитования в конце 2024 г. (Рисунок 4, Рисунок 5).

⁴ В этот период многие банки столкнулись с одновременным ужесточением на выдачу новых кредитов из-за выхода на ограничения по нормативам достаточности капитала и краткосрочной ликвидности.

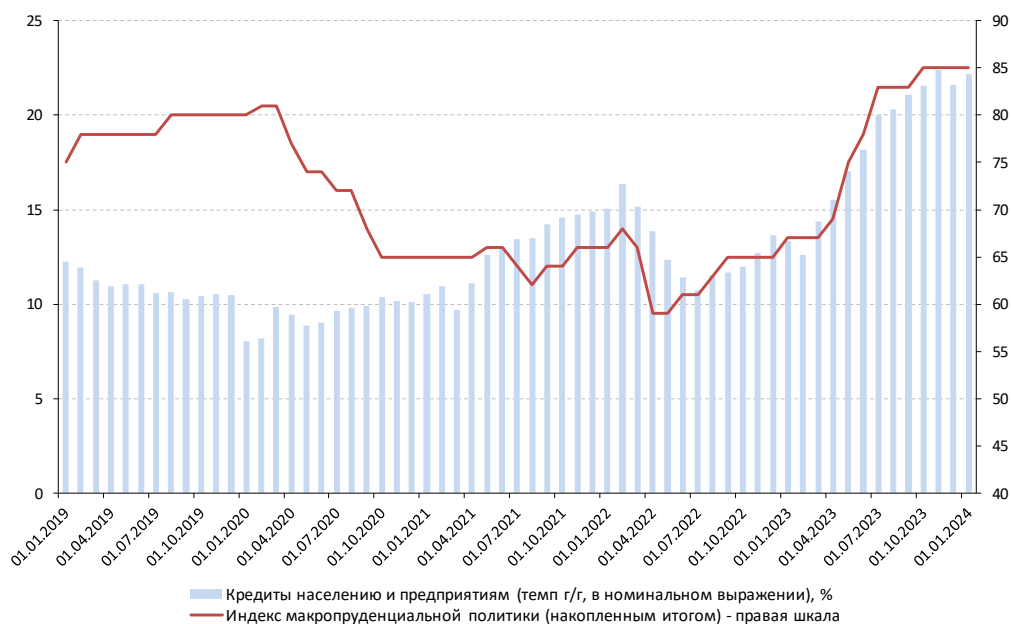
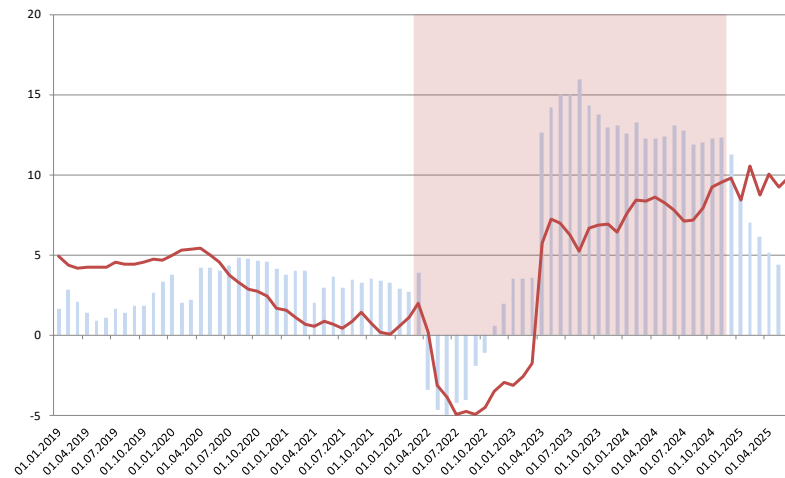
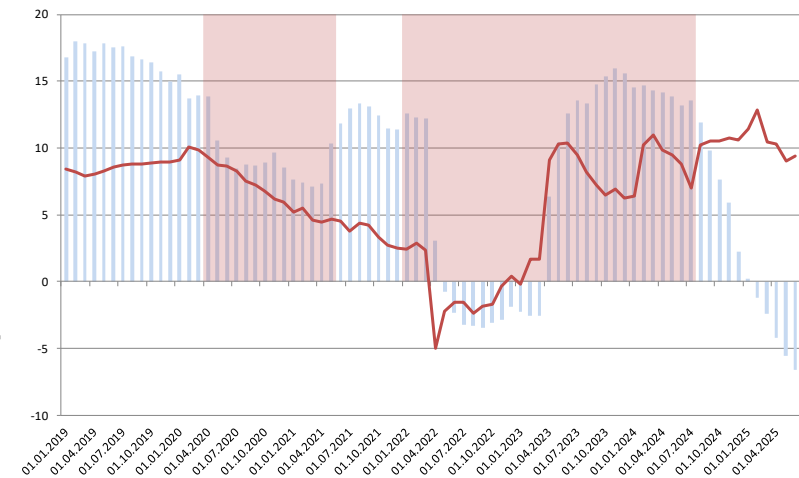


Рисунок 4 – Динамика банковских кредитов экономике (населению и предприятиям) и индекс макропруденциальной политики (более высокие значения индекса соответствуют более жесткой политике)

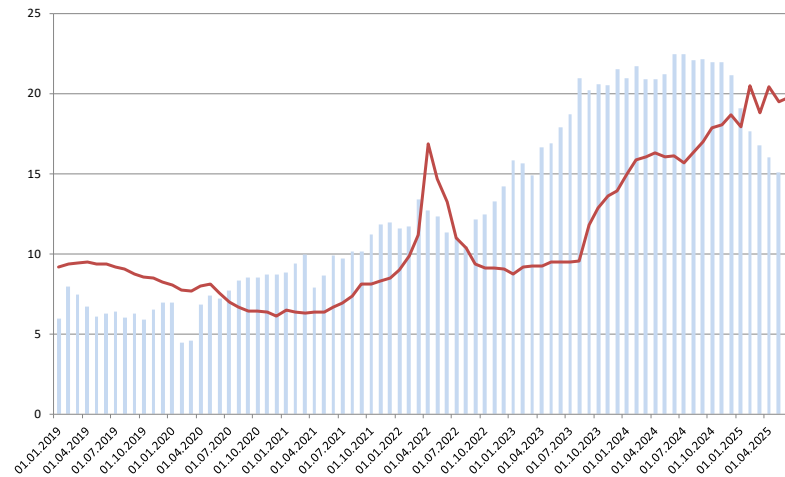
В отдельные периоды – в 2020-2021 гг. для розничного сегмента и в 2022-2024 гг. для корпоративного и розничного кредитования – отсутствовала устойчивая передача сигнала от ключевой ставки к поведению заёмщиков и банков. Это свидетельствует о доминировании на кредитном рынке фактора сильного спроса: сохранялась высокая востребованность на кредиты, несмотря на их удорожание, и высокий спрос на заимствования, по сути, вытягивал ставки вверх. При этом значительная часть выданных корпоративных кредитов приходилась на быстрорастущие отрасли, слабо чувствительные к изменению стоимости заимствований.



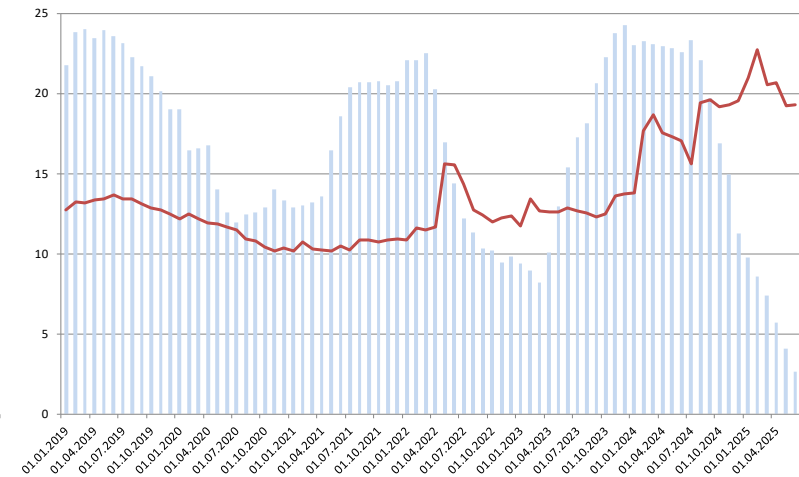
— Кредиты предприятиям (темп г/г, в реальном выражении), %
— Средневзвешенная ставка по кредитам предприятиям (% годовых, реальная)



— Кредиты населению (темп г/г, в реальном выражении), %
— Средневзвешенная ставка по кредитам населению (% годовых, реальная)



— Кредиты предприятиям (темп г/г, в номинальном выражении), %
— Средневзвешенная ставка по кредитам предприятиям (% годовых, номинальная)



— Кредиты населению (темп г/г, в номинальном выражении), %
— Средневзвешенная ставка по кредитам населению (% годовых, номинальная)

Рисунок 5 – Динамика кредитного портфеля банков и средневзвешенной процентной ставки по кредитам*

*Розовая зона – период нестандартной взаимосвязи между динамикой кредитного портфеля и процентной ставкой (рост ставки – ускорение кредитного портфеля, снижение ставки – замедление)

Лишь к концу 2024 г. рост ставок начал оказывать сдерживающее воздействие на спрос. В розничном сегменте это проявилось раньше, в корпоративном – с небольшим лагом. В этих условиях возникает риск негативных последствий для экономического роста.

Нескоординированные сигналы: что подталкивало экономику к избыточному заимствованию

Влияние процентной политики на кредитный рынок оказалось ослабленным по ряду причин.

Во-первых, меры макропруденциальной политики не были скоординированы с процентной. Отсутствие согласованности между этими инструментами не позволяло добиваться эффекта взаимного усиления действия обоих видов политик. Макропруденциальные ограничения, призванные сдерживать наиболее рискованные сегменты кредитования⁵, запаздывали по отношению к их расширению, и зачастую не были достаточно эффективными⁶. Синергия между двумя этими политиками возникла только в конце 2024 г. – и оказалась избыточно мощной.

Во-вторых, быстрый рост доходов населения, а также прибыли и рентабельности предприятий, особенно в таких секторах, как оборонная промышленность, импортозамещающие производства и поставки продукции/услуг для крупных инвестиционных проектов, – позволял соответствующему бизнесу и домохозяйствам покрывать удорожание заёмных средств. Устойчивые ожидания продолжения роста доходов стимулировали дальнейшее расширение спроса на кредит. Просматривается определенная взаимосвязь между объемами привлечения кредитов и динамикой роста выручки в отраслях экономики.

⁵ Потребительские кредиты заемщикам с высокой долговой нагрузкой, ипотечные кредиты с низким первоначальным взносом и др.

⁶ Они в основном были «мягкими», косвенными, действующими в основном на банки, находящиеся вблизи от критических порогов нормативов достаточности капитала: изменение коэффициентов риска по активным операциям, создание и роспуск макропруденциальных буферов капитала. «Жесткие» меры, прямо ограничивающие объемы рискованных операций, такие, как макропруденциальные лимиты по потребительским кредитам, стали применяться только во второй половине 2024 г.

В-третьих, кредиты стали механизмом компенсации временной финансовой нестабильности в ряде секторов экономики. За счёт кредитования покрывались «кассовые разрывы» и сглаживались колебания выручки. Это отразилось в перераспределении банковских портфелей от менее чувствительных к шокам отраслей экономики⁷ к несколько более чувствительным (Рисунок 6; методику выделения чувствительных и нечувствительных к экономическим шокам отраслей экономики см. в Приложении 1)⁸.

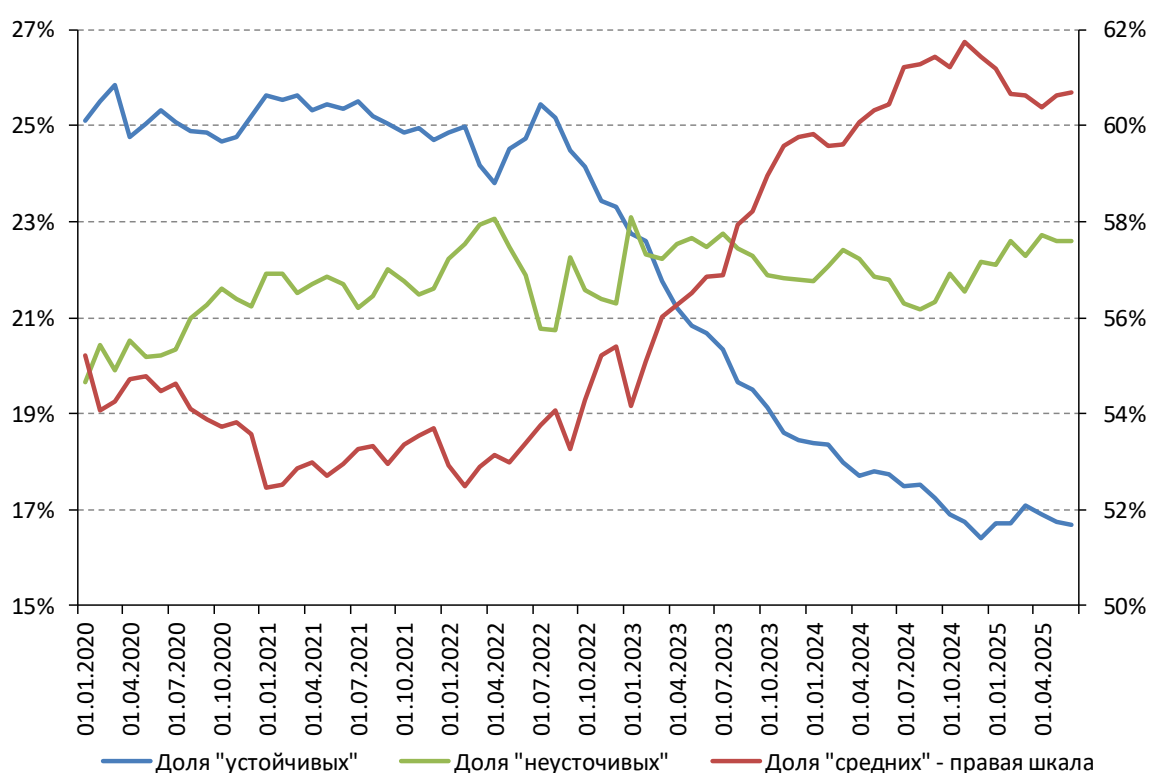


Рисунок 6 – Доли чувствительных («неустойчивых») и нечувствительных («устойчивых») к экономическим шокам секторов экономики в кредитном портфеле банков

В-четвертых, масштабные программы льготного кредитования формировали дополнительный спрос на заемные средства, неэластичный к

⁷ Опирающихся на устойчивый к колебаниям уровня доходов спрос населения, масштабный госзаказ, активную стимулирующую госполитику и др.

⁸ О структурных изменениях портфеля корпоративных банковских кредитов см также Приложение

изменению ставок. Наибольшее влияние оказывали программы по таким направлениям, как ипотека, жилищное строительство, малый бизнес, сельское хозяйство, IT.

Врезка 1. Замещения не произошло: кредиты и облигации движутся параллельно

На фоне резких изменений внешних и внутренних условий заимствований можно было бы ожидать появления эффекта замещения между банковскими кредитами, выпуском корпоративных облигаций и внешним долгом компаний. Однако данные указывают на противоположное: чёткой взаимозаменяемости между инструментами, как правило, не наблюдалось.

Некоторое перераспределение потоков имело место в отдельные периоды – например, в конце 2022 г. и в 2025 г. Однако масштабы изменений не позволяют говорить о полноценном эффекте замещения. Изменения в объёмах банковских кредитов значительно превышали сдвиги в других каналах привлечения капитала (см. Рисунок 7).

Таким образом, банковское кредитование остается важнейшим каналом долгового финансирования корпоративного сектора, несмотря на развитие обращаемых финансовых инструментов.

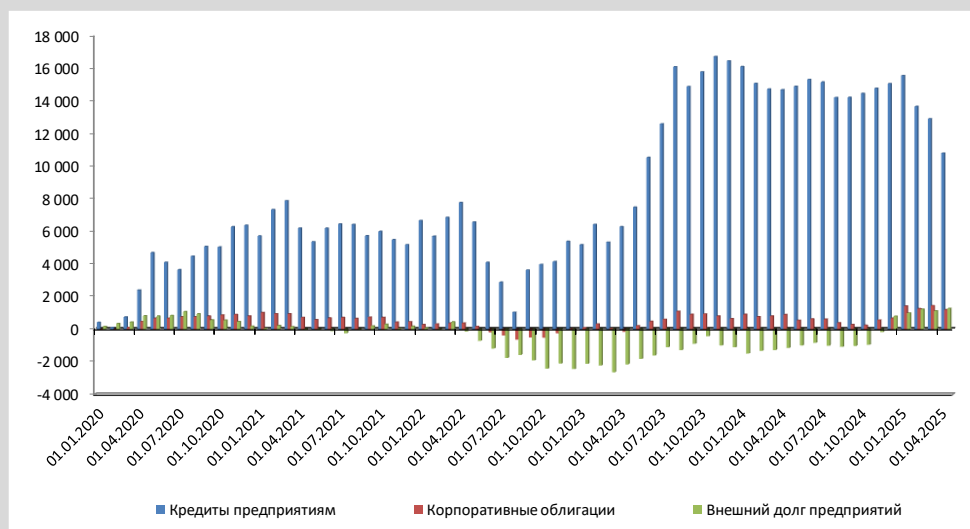


Рисунок 7 – Кредиты, корпоративные облигации и внешний долг предприятий

Долговая нагрузка растёт: запаздывание реакции на рост ставок усилило давление на устойчивость заемщиков

Одним из ключевых последствий запаздывающей реакции рынка на сигналы процентной и макропруденциальной политики стал резкий рост

долговой нагрузки в экономике. Масштаб этого давления можно оценить по импульсу роста реальной долговой нагрузки (Рисунок 8, Рисунок 9). Этот показатель, отражающий потенциальный годовой прирост процентных платежей в реальном выражении, в корпоративном секторе достиг беспрецедентных значений. В розничном сегменте рост долговой нагрузки, начавшийся с середины 2023 г., оказался сопоставим с пиком 2019 г.

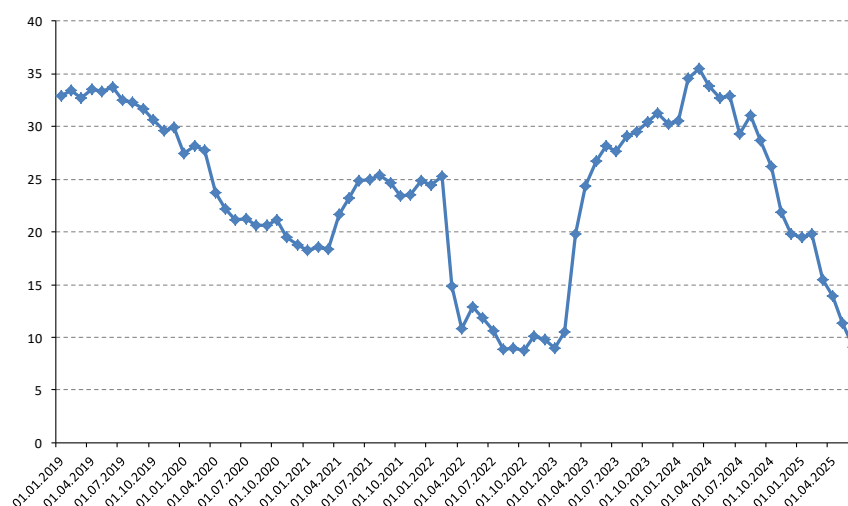


Рисунок 8 – Импульс роста реальной долговой нагрузки на население (произведение темпов прироста кредитного портфеля и реальной процентной ставки по кредиту)

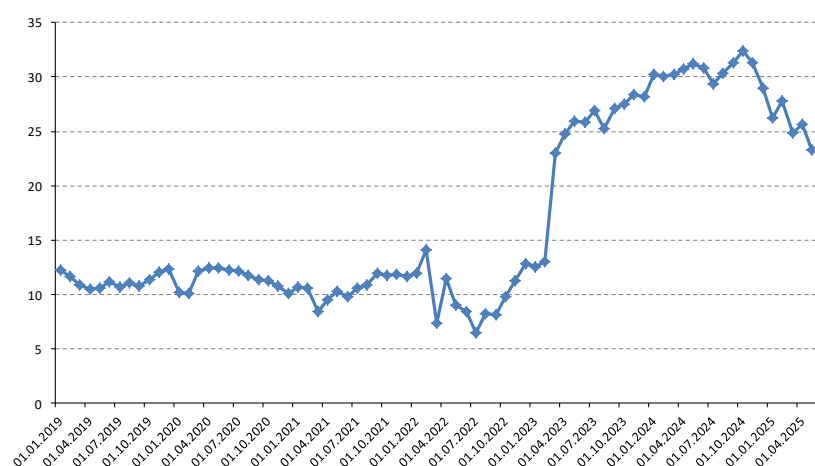


Рисунок 9 – Импульс роста реальной долговой нагрузки на предприятия (произведение темпов прироста кредитного портфеля и реальной процентной ставки по кредиту)

Дополнительную тревогу вызывает динамика чистого денежного потока⁹ от операций населения и предприятий на кредитном рынке (Рисунок 10, Рисунок 11). Масштабные колебания этого потока – от чистого притока к чистому оттоку – будут провоцировать дестабилизацию финансового положения заемщиков и создавать риски последующего хаотичного перераспределения собственности. Особенно уязвимыми оказываются предприятия из менее устойчивых к шокам отраслей (не опирающихся на стабильный спрос населения, масштабный госзаказ, и др.), доля которых в совокупной задолженности в последние годы увеличилась.

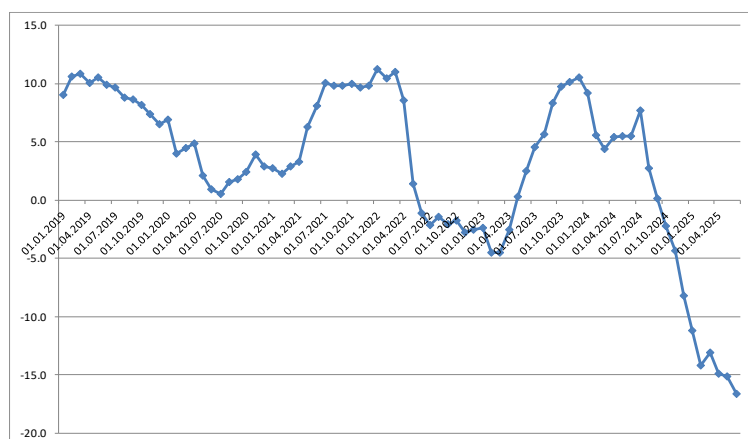


Рисунок 10 – Чистый денежный поток от операций населения на кредитном рынке (в % к величине долга населения)

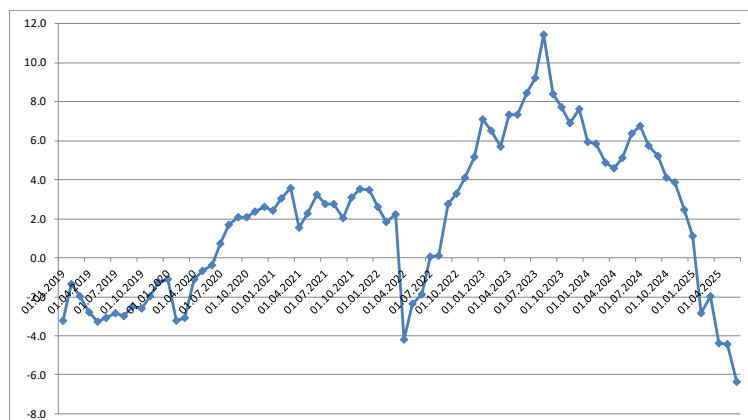


Рисунок 11 – Чистый денежный поток от операций предприятий на кредитном рынке (в % к величине долга предприятий)

⁹ Чистый денежный поток от операций на кредитном рынке рассчитывается следующим образом: привлечение новых кредитов – погашение ранее привлеченных – выплата процентов по кредиту.

Врезка 2. Кредитный и бюджетный импульсы компенсировали друг друга

В российской экономике в последние годы бюджетный и кредитный импульсы расширения денежной массы «работали» в противофазе (за исключением эпизодов выхода экономики из переохлаждения в 2020 г. и в 2022 г.). Замедление динамики кредита банковской системы экономике, как правило, сопровождалось увеличением чистого долга государства перед банковской системой (Рисунок 12, Рисунок 7). Возможно, этот «эффект противофазы» также способствовал ослаблению влияния кредитного импульса на экономику.

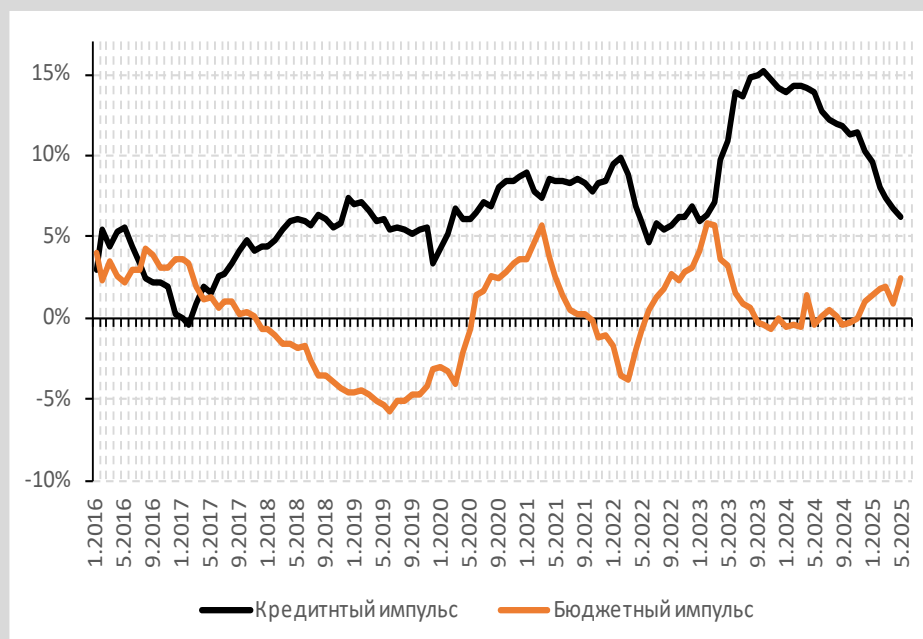


Рисунок 12 – Воздействие кредита экономике и чистого кредита государству со стороны банковской системы (включая ЦБ РФ) на формирование денежной массы, в % к ВВП

Материал подготовили:

Руководитель направления Солнцев О.Г.

Ведущий эксперт Медведев И.Д.

Ведущий эксперт Дешко А.Д.

Ведущий эксперт Ахметов Р.Р.

Эксперт Орлова Е.А.

Приложение 1. Классификация отраслей реального сектора по степени чувствительности к кризисным процессам в экономике

С 2020 г. по 2024 г. российская экономика столкнулась с тремя различными типами кризиса. Первый кризис связан с пандемийными ограничениями, второй – с геополитическим шоком февраля 2022 г., третий – с окончательным «закрытием» кредитных рынков во второй половине 2024 г. в связи с повышением ключевой ставки до запретительного уровня (более 20% годовых).

Периоды кризисов отчетливо прослеживаются в динамике агрегированных на уровне отраслей ключевых финансовых показателей, таких как: кредиторская задолженность, выручка, рентабельность (Таблица 3 на примере динамики выручки в разрезе отраслей).

Несмотря на всеобъемлющий характер прошедших шоков, отрасли по-разному испытывали их влияние, судя по динамике этих показателей. Выявлению отраслей с сильным или слабым «иммунитетом» к имевшим место шокам посвящен этот анализ.

Длина каждого кризиса определялась по количеству кварталов с негативной¹⁰ динамикой финансовых показателей. Для первого кризиса длина составляет 4 квартала – весь 2020 г.; для второго кризиса – 5 кварталов, начиная со 2 кв. 2022 г.; для третьего кризиса – 3 квартала, начиная со второй половины 2024 г.¹¹

¹⁰ Под негативной динамикой для показателя динамики кредиторской задолженности понимается превышение на 20% изменения (кв. к соот. кв. прош. г.) кредиторской задолженности над изменением выручки; для показателя выручки – снижение более чем на 4% объема выручки (кв. к соотв. кв. прош. г.); для показателя рентабельности – снижение более чем на 3 проц. п. (кв. к соотв. кв. прош. г.) уровня рентабельности (прибыль от продаж за кв. к выручке за кв.)

¹¹ Доступные данные для анализа ограничиваются 1 кварталом 2025 г., хотя фактически кредитный кризис продолжался и в последующем втором квартале

Выборку составили отрасли, входящие в разделы ОКВЭД с А по Н¹². В рамках анализа для каждой отрасли рассчитывалось количество кварталов с негативной динамикой в течение всего рассматриваемого периода (21 квартал: с 2020 г. по 1 кв. 2025 г.) отдельно по каждому из трех финансовых показателей. Далее полученные значения для каждого финансового показателя сравнивались с суммой средних значений количества негативных кварталов по всем отраслям для трех кризисных периодов.

Например, для показателя динамики выручки за квартал (кв. к соот. кв. прош. г.) для первого кризиса среднее значение негативных кварталов по выборке отраслей составило 1.4 квартала или 35% от заданной длины кризиса; для второго кризиса – 1.4 квартала или 29% от заданной длины кризиса; для третьего кризиса – 0.45 квартала или 15% от заданной длины кризиса. Суммарно 3.3 квартала или **16%** из 21 квартала (начиная с 2020 г. и заканчивая 1 кв. 2025 г.). Для отрасли «Добыча сырой нефти и природного газа» количество негативных кварталов составило 4 для первого кризиса, 3 для второго и 1 для третьего – суммарно 8 кварталов или **38%** от всего периода. Аналогичным образом рассчитывались доли негативных кварталов для остальных отраслей и сравнивались с долей средней продолжительности трех кризисов по трем ключевым финансовым показателям.

На Рисунке 1 представлено распределение отраслей по возрастанию доли негативных кварталов на всем периоде наблюдения (с 2020 г.) и фиксированное значение доли негативных кварталов в среднем по отраслям в периоды кризиса на всем периоде наблюдения.

¹² А – Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство; В – Добыча полезных ископаемых; С – Обрабатывающие производства; D – Обеспечение электрической энергией, газом и паром; Е – Водоснабжение; водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений; F – Строительство; G – Торговля оптовая и розничная; Н – Транспортировка и хранение

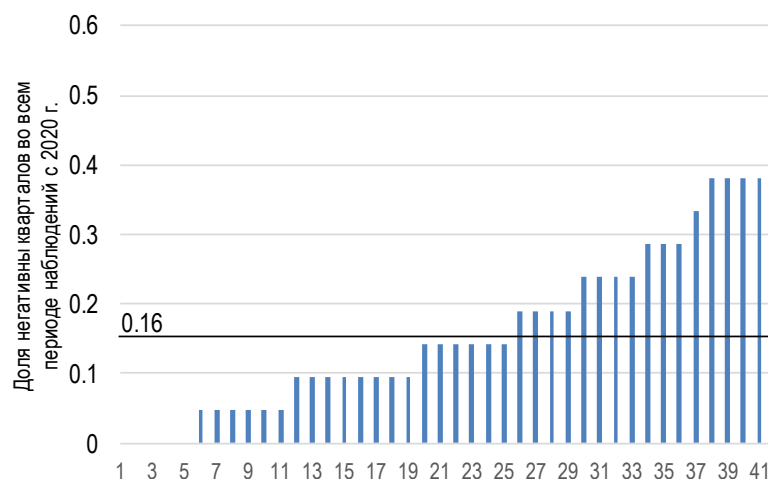


Рисунок 1 – Распределение отраслей по доли негативных кварталов в динамике выручки с 2020 г.

В целях построения рейтинга отраслям со значительным превышением доли присваивалось значение 1 (высокая чувствительность к кризисным процессам в экономике), со значительным отставанием – 3 (низкая чувствительность к кризисным процессам в экономике), остальным отраслям присваивалось значение 2 (средняя чувствительность к кризисным процессам в экономике). Далее отрасли были отсортированы по убыванию в соответствии с итоговым средним значением по трем ключевым показателям (Таблица 3).

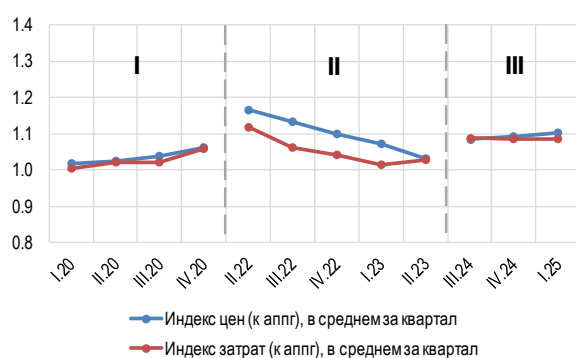
Согласно рейтингу, были выделены две группы – «низкочувствительные» (высокое значение рейтинга, более 2.7 из 3) и «высокочувствительные» (низкое значение рейтинга – менее 1.3 до нижней границы в 1) к кризисным процессам. Состав этих двух групп, а также факторы, определившие такое их положение, представлены в Таблице 3.

Таблица 1 – Состав двух групп по степени чувствительности к кризисным процессам в экономике и перечень факторов, определивших положение в этих группах

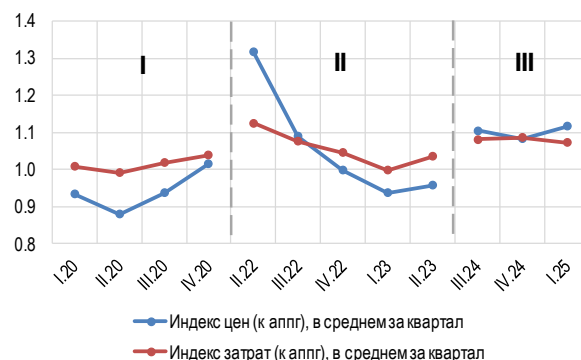
Первая группа – «низкочувствительные» отрасли	Вторая группа – «высокочувствительные» отрасли
– Пр-во текстильных изделий – Пр-во электрооборудования – Электроэнергетика, газо- и пароснабжение – Растениеводство и животноводство, охота и предоставление соответствующих услуг в этих областях – Пр-во пищевых продуктов – Пр-во напитков – Пр-во стройматериалов – Пр-во машин и оборудования	– Добыча сырой нефти и природного газа – Добыча металлических руд – Пр-во кокса и нефтепродуктов – Пр-во автотранспортных средств – Торговля автотранспортными средствами – Деятельность почтовой связи и курьерская деятельность – Рыболовство и рыбоводство – Добыча угля – Добыча проч. п/ископаемых – Деятельность воздушного и космического транспорта
Факторы, оказывающие позитивное воздействие на финансовое состояние в периоды кризиса: – устойчивый спрос населения даже в условиях кризисных процессов: <i>отрасли пищевой и текстильной промышленности;</i> – естественная монополия: <i>отрасль электроэнергетики;</i> – мощный госзаказ: <i>производство и ремонт машин и оборудования, производство электрооборудования;</i> – активная стимулирующая государственная политика: в частности, проводимая государством политика в области жилищного	Факторы, оказывающие негативное воздействие на финансовое состояние в периоды кризиса: – высокая ориентация на экспорт, а следовательно, повышенная уязвимость к колебаниям валютного курса, внешним торговым ограничениям, спросу со стороны зарубежных стран: <i>добыча нефти и газа, угля, прочих полезных ископаемых (включая добычу алмазов), рыболовство;</i> – высокая зависимость от импортных технологий: <i>нефтехимическая отрасль;</i> – острая потребность в постоянном рефинансировании банковских кредитов в силу высокой банковской задолженности: <i>рыболовство, нефтехимическая отрасль;</i>

строительства содействует поддержанию спроса на продукцию отрасли добычи базовых строительных материалов	– повышенная чувствительность к колебаниям конечного спроса, рыночному поведению зарубежных игроков, изменениям в условиях кредитования покупателей: <i>производство и торговля автотранспортными средствами, деятельность воздушного транспорта;</i> – социально-значимая деятельность: <i>отрасль почтовой связи</i>
---	---

Разное прохождение двумя группами отраслей кризисных эпизодов отчетливо прослеживается в динамике индексов цен и затрат. В особенности это заметно для первых двух кризисов (Рисунок 2).



Группа отраслей
«низкочувствительные»



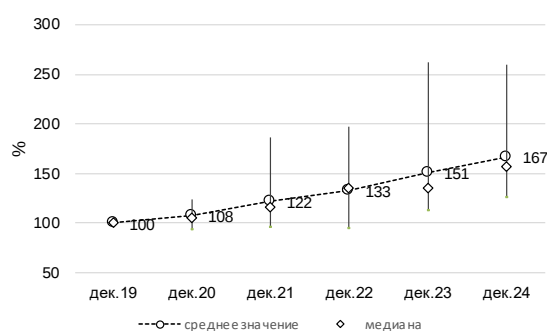
Группа отраслей
«высокочувствительные»

Рисунок 2 – Динамика индексов цен и индексов затрат (к аппг, в среднем за квартал) в трех кризисных эпизодах

В 2020 г. в ковид-кризис «низкочувствительные» отрасли корректировали свои отпускные цены в соответствии с динамикой затрат. Напротив, «высокочувствительные» отрасли, несмотря на примерно тот же рост затрат, что и в первой группе, вынуждены были заметно сократить цены для сохранения спроса. Во втором кризисном эпизоде – «геополитический шок» – отрасли первой группы постепенно снижали темпы роста цен, но при этом сумели сохранить практически на всем протяжении кризиса примерно одинаковый уровень положительной маржи. Отрасли второй группы,

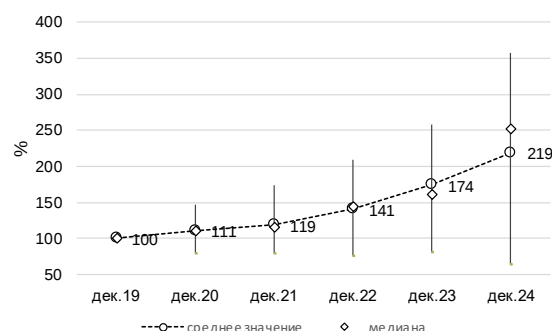
наоборот, уже к концу 2022 г. демонстрировали отрицательную маржинальность операционной деятельности, расширяющуюся с каждым последующим кварталом. В третьем эпизоде кризиса динамика индексов цен и затрат была относительно устойчива и слабо волатильна и практически не отличалась между двумя группами. Это объясняется иной природой этого кризиса по сравнению с двумя предыдущими кризисными эпизодами, не связанной с колебаниями внутреннего и внешнего спроса.

Динамика банковской задолженности также оказалась различной между двумя группами. В особенности это проявилось в последние два года (Рисунок 3).



Группа отраслей

«низкочувствительные»



Группа отраслей

«высокочувствительные»

Рисунок 3 – Рост банковской задолженности, в % накопленным итогом (дек. 2019 г. = 100%), в среднем по группе, медианный уровень, минимальные и максимальные значения (соответствующие концы вертикальных линий)

Обе группы отраслей в первый эпизод кризиса демонстрировали схожую динамику – соответственно 8% и 11% составил прирост банковской задолженности к концу 2020 г. Однако далее, начиная с 2022 г., темп роста долга группы отраслей «высокочувствительные» начал заметно ускоряться, отрываясь вверх от динамики долга группы «низкочувствительных» отраслей: если к концу 2022 г. разница в накопленных с конца 2019 г. темпах роста между двумя группами составляла +8 проц. п., то к концу 2024 г. она достигла величины +52 проц. п. При этом у половины отраслей группы «высокочувствительные» к концу 2024 г. долг вырос более чем в 3.5 раза (по

сравнению с уровнем декабря 2019 г.): это такие отрасли, как добыча сырой нефти и газа, металлических руд, прочих полезных ископаемых, торговля автотранспортными средствами, рыболовство и рыбоводство.

Особо острая ситуация с долговой нагрузкой наблюдается в отрасли «рыболовство и рыбоводство» (при более детальном рассмотрении – «морское рыболовство»). Уже к концу 2023 г. объем банковского долга превысил объем выручки на 5%, а к концу 2024 г. превышение составило уже 20%. Соотношение долга с прибылью от продаж также сильно ухудшилось: если в конце 2019 г. оно составляло 1.9, то к концу 2024 г. возросло до 5.4. Примерно та же ситуация имеет место в отрасли добычи прочих полезных ископаемых (добыча камня, песка и глины, драгоценных камней). Соотношение долга с выручкой ухудшилось с 0.5 (декабрь 2019 г.) до 1.1 (декабрь 2024 г.); с прибылью – с 1.8 (декабрь 2019 г.) до 6.2 (декабрь 2024 г.).

Увеличение долга в морском рыболовстве, в частности, может быть связано с покрытием «серых» затрат в связи с запретом обслуживания российских судов в портах стран-инициаторов санкций.

Накопление долга компаниями, добывающими нерудные материалы, объясняется устойчивым и расширяющимся спросом со стороны строительного сектора, требующим соответствующего увеличения мощностей и оборотных средств. В этих условиях резкое снижение объемов строительства может привести к долговому «стрессу» у компаний, занимающихся добычей базовых строительных материалов.

Таблица 2 – Динамика выручки за квартал (кв. к соот. кв. прош. г.), коэффициент

		03.20	06.20	09.20	12.20	03.21	06.21	09.21	12.21	03.22	06.22	09.22	12.22	03.23	06.23	09.23	12.23	03.24	06.24	09.24	12.24	03.25
Сельское и лесное х-во, рыболовство		A																				
Растениеводство и животноводство, охота	01	1.12	1.09	1.17	1.29	1.24	1.26	1.14	1.17	1.15	1.17	1.02	0.96	1.05	1.05	1.16	1.22	1.17	1.16	1.09	1.10	1.08
Лесоводство и лесозаготовки	02	0.99	1.16	1.06	1.20	0.96	1.01	1.42	1.29	1.36	1.22	0.61	0.55	0.73	0.71	1.15	1.24	1.32	1.18	1.21	1.12	1.09
Рыболовство и рыбоводство	03	1.14	0.94	0.94	0.89	0.87	1.37	1.49	2.06	1.77	1.06	0.84	0.62	0.99	1.10	1.53	1.61	1.16	1.07	0.82	0.88	1.13
Добыча полезных ископаемых		B																				
Добыча угля	05	0.69	0.76	0.83	1.00	1.26	1.61	2.11	2.63	2.54	2.00	0.97	0.67	0.68	0.67	0.99	1.00	0.88	0.79	0.86	0.94	0.91
Добыча сырой нефти и природного газа	06	0.84	0.51	0.78	0.81	1.22	2.24	1.65	1.92	1.97	1.27	1.05	0.84	0.55	0.86	1.36	1.48	1.69	1.39	1.00	1.01	0.89
Добыча метал. руд	07	1.07	1.09	1.18	1.58	1.54	1.61	1.44	1.09	1.25	0.79	0.58	0.81	0.74	1.09	1.63	1.45	1.37	1.34	1.19	1.36	1.27
Добыча проч. п/ископаемых	08	0.94	0.51	0.96	1.23	1.15	2.54	1.34	0.99	1.23	1.07	1.07	0.84	1.17	1.29	1.46	1.20	1.12	0.88	0.67	1.14	0.78
Обрабатывающие производства		C																				
Пр-во пищевых продуктов	10	1.08	0.99	1.14	1.14	1.18	1.17	1.33	1.24	1.29	1.28	1.16	1.09	1.07	1.02	1.14	1.17	1.16	1.17	1.11	1.16	1.12
Пр-во напитков	11	0.99	0.94	1.12	1.02	1.15	1.15	1.30	1.15	1.28	1.22	1.00	1.16	1.07	1.09	1.10	1.09	1.18	1.14	1.19	1.21	1.10
Пр-во текстильных изделий	13	1.16	1.06	1.13	1.17	1.13	1.24	1.18	1.17	1.35	1.24	1.28	1.23	1.17	1.25	1.25	1.29	1.23	1.13	1.05	1.03	1.02
Пр-во одежды	14	1.25	0.99	1.25	1.00	1.12	1.39	0.99	1.05	1.25	1.28	1.28	1.50	1.45	1.32	1.47	1.39	1.51	1.32	1.23	1.16	0.75
Пр-во кожи и изделий из кожи	15	0.98	0.64	0.96	0.92	1.05	1.44	1.08	1.38	1.18	1.29	1.28	1.10	1.28	1.29	1.28	1.62	1.23	1.27	1.24	0.79	0.93
Деревообработка	16	1.05	0.99	1.10	1.20	1.29	1.68	1.77	1.60	1.56	0.90	0.64	0.61	0.58	0.91	1.18	1.31	1.33	1.13	1.11	1.12	1.07
Пр-во бумаги и бумизделий	17	0.94	0.94	1.02	1.33	1.23	1.51	1.46	1.41	1.44	1.04	0.92	0.91	0.81	0.94	1.06	1.17	1.25	1.21	1.16	1.06	1.05
Полиграфия	18	0.99	0.92	1.01	1.06	1.06	1.11	1.23	1.13	1.27	1.29	1.10	1.13	1.03	0.97	0.99	1.13	1.12	1.12	1.25	1.02	1.06
Пр-во кокса и нефтепродуктов	19	0.85	0.56	0.81	0.77	1.06	1.89	1.56	1.65	1.84	1.34	0.97	0.92	0.69	0.94	1.38	1.45	1.40	1.24	1.00	0.99	0.96
Химия (кроме фармацевтики)	20	0.99	0.93	1.00	1.16	1.24	1.52	1.51	1.70	1.97	1.49	1.21	1.00	0.76	0.90	1.13	1.21	1.19	1.16	1.12	1.11	1.20
Фармацевтика	21	1.67	1.40	1.24	1.32	1.28	1.29	1.68	1.73	1.33	0.93	0.79	0.71	0.82	1.17	1.16	1.16	1.20	1.20	1.20	1.14	1.17
Пр-во резин. и пластм. изд-ий	22	1.06	0.95	1.05	1.10	1.27	1.52	1.41	1.50	1.60	1.23	1.09	0.99	0.85	1.05	1.11	1.20	1.22	1.13	1.06	1.05	1.06
Пр-во стройматериалов	23	1.10	0.91	0.99	1.10	1.03	1.24	1.26	1.30	1.56	1.22	1.18	1.06	0.94	1.17	1.12	1.21	1.22	1.13	1.14	1.10	1.07
Металлургия	24	1.11	1.01	1.07	1.21	1.27	1.49	1.47	1.37	1.39	1.05	0.83	0.82	0.81	1.08	1.34	1.30	1.14	1.08	0.96	1.02	1.05
Пр-во металлоизделий	25	1.18	0.93	0.91	1.03	0.99	1.38	1.19	1.15	1.41	1.28	1.14	1.10	1.31	1.21	1.57	1.27	1.86	1.45	1.20	1.32	1.18
Электронная и оптич. пр-ть	26	0.93	0.87	0.96	1.03	1.12	1.25	1.08	1.11	1.03	1.01	0.99	1.26	1.73	1.63	1.48	1.31	1.19	1.22	1.41	1.18	1.27
Пр-во электрооборудования	27	1.05	0.90	1.02	1.05	1.26	1.42	1.39	1.44	1.56	1.27	1.04	1.08	0.97	1.14	1.37	1.20	1.28	1.28	1.12	1.19	1.13
Пр-во машин и обор-я	28	1.17	1.03	1.01	1.09	1.07	1.14	1.28	1.28	1.36	1.20	1.07	1.17	1.02	1.18	1.26	1.25	1.30	1.15	1.10	1.08	1.09
Пр-во автотранспортных ср-в	29	0.98	0.62	0.98	1.16	1.23	2.03	1.30	1.13	1.06	0.40	0.44	0.52	0.60	1.65	1.72	1.52	1.58	1.30	1.19	1.18	0.84
Желдормаш, судо- и авиастроение	30	1.04	0.89	0.91	1.13	0.97	1.24	1.17	1.12	1.17	0.93	0.89	1.04	1.11	1.40	1.45	1.21	1.45	1.23	1.24	1.27	1.28
Пр-во мебели	31	1.13	0.84	1.13	1.08	1.26	1.70	1.41	1.42	1.27	1.12	1.02	0.91	0.94	1.14	1.15	1.38	1.34	1.16	1.08	1.08	1.00
Пр-во прочих готовых изделий	32	1.28	0.74	0.93	1.42	1.11	1.62	1.32	0.97	1.15	1.21	1.17	1.08	1.21	1.31	1.32	1.71	1.14	1.15	1.06	0.94	1.07
Ремонт и монтаж машин и оборудования	33	1.02	0.94	0.96	0.96	1.37	1.30	1.29	1.19	1.18	1.09	0.99	1.18	1.07	1.17	1.48	1.28	1.19	1.43	0.97	1.25	1.11
Электроэнергетика, газо- и пароснабжение		D																				
Водоснабжение, водоотведение, утилизация		E																				
Строительство		F																				
Строительство зданий	41	1.23	0.90	0.99	0.86	0.99	1.16	1.20	1.57	1.56	1.42	1.26	1.20	1.08	1.19	1.21	1.20	1.19	1.13	0.99	1.02	1.07
Строительство инженерных сооружений	42	0.94	0.81	0.92	0.92	1.29	1.40	1.22	1.23	1.48	1.49	1.44	1.42	1.49	1.45	1.23	1.29	0.95	1.02	1.00	1.04	1.30
Торговля		G																				
Торговля автотранспортными средствами	45	1.20	0.88	1.05	1.01	1.24	1.96	1.28	1.36	1.17	0.59	0.62	0.76	0.85	1.40	2.30	1.53	1.63	1.58	1.03	1.05	0.78
Торговля оптовая	46	1.12	0.91	1.04	1.06	1.21	1.45	1.43	1.41	1.43	1.12	0.98	0.92	0.91	1.07	1.22	1.26	1.26	1.16	1.04	1.10	1.01
Торговля розничная	47	1.09	1.01	1.10	1.09	1.13	1.23	1.19	1.17	1.23	1.07	1.07	1.04	1.00	1.18	1.13	1.18	1.24	1.19	1.19	1.21	1.12
Транспортировка и хранение		H																				
Сухопутный и трубопроводный транспорт	49	1.00	0.88	0.94	0.97	0.99	1.20	1.16	1.18	1.26	1.17	1.22	1.21	1.15	1.17	1.12	1.11	1.16	1.10	1.09	1.09	1.07
Водный транспорт	50	1.15	0.99	0.99	1.20	1.13	1.17	1.13	1.14	1.39	1.13	1.23	1.06	1.43	1.61	1.48	2.16	1.35	1.09	0.99	0.96	0.95
Воздушный и космический транспорт	51	0.96	0.36	0.56	0.65	0.83	2.51	1.79	1.75	1.25	0.76	0.80	0.70	0.97	1.34	1.27	1.37	1.29	1.25	1.21	1.25	1.11
Складское хозяйство	52	1.08	0.85	0.91	0.94	1.08	1.31	1.32	1.42	1.36	1.13	1.10	1.08	1.16	1.33	1.26	1.20	1.12	1.10	1.11	1.18	1.15
Почтовая связь и курьерская деятельность	53	1.00	1.03	1.01	0.93	1.08	1.15	0.96	1.28	1.16	0.93	1.05	0.75	1.07	1.20	1.11	1.43	1.27	1.11	0.97	0.82	0.95

Таблица 3 – Распределение отраслей по убыванию значения рейтинга чувствительности к кризисным процессам

Рейтинг	Наименование отрасли	ОКВЭД
3.0	Пр-во текстильных изделий	13
3.0	Пр-во электрооборудования	27
3.0	Электроэнергетика, газо- и пароснабжение	D
2.7	Растениеводство и животноводство, охота и пр	01
2.7	Пр-во пищевых продуктов	10
2.7	Пр-во напитков	11
2.7	Пр-во стройматериалов	23
2.7	Пр-во машин и обор-я	28
2.7	Ремонт и монтаж машин и оборудования	33
2.3	Полиграфия	18
2.3	Пр-во резин. и пластм. изд-ий	22
2.3	Пр-во мебели	31
2.3	Строительство инженерных сооружений	42
2.3	Торговля розничная	47
2.3	Деятельность сухопутного и трубопроводного трансп	49
2.0	Лесоводство и лесозаготовки	02
2.0	Пр-во одежды	14
2.0	Фармацевтика	21
2.0	Металлургия	24
2.0	Пр-во металлоизделий	25
2.0	Электронная и оптич. пр-ть	26
2.0	Пр-во прочих готовых изделий	32
2.0	Строительство зданий	41
1.7	Пр-во кожи и изделий из кожи	15
1.7	Деревообработка	16
1.7	Пр-во бумаги и бумизделий	17
1.7	Химия (кроме фармацевтики)	20
1.7	Желдормаш, судо- и авиастроение	30
1.7	Водоснабжение, водоотведение, утилизация	E
1.7	Торговля оптовая	46
1.7	Деятельность водного транспорта	50
1.7	Складское хозяйство и вспомогательная транспортн	52
1.3	Добыча сырой нефти и природного газа	06
1.3	Добыча метал. руд	07
1.3	Пр-во кокса и нефтепродуктов	19
1.3	Пр-во автотранспортных ср-в	29
1.3	Торговля автотранспортными средствами	45
1.3	Деятельность почтовой связи и курьерская дез	53
1.0	Рыболовство и рыбоводство	03
1.0	Добыча угля	05
1.0	Добыча проч. п/ископаемых	08
1.0	Деятельность воздушного и космического тран	51

Приложение 2. Классификация отраслей по секторам экономики в соответствии с теорией структурных изменений Кларка-Фишера

Согласно теории структурных изменений Кларка-Фишера, любая экономика состоит из трёх секторов деятельности:

- первичный сектор экономики — добыча сырья, сельское хозяйство, горнодобывающая, рыбная и лесная промышленность;
- вторичный сектор экономики — промышленное производство и строительство;
- третичный сектор экономики — сфера услуг (торговля, транспорт и связь, операции с недвижимостью, предоставление коммунальных услуг).

Кроме того, некоторые современные экономисты выделяют также и четвертичный сектор экономики, куда включают такие отрасли экономики, как: научная, информационно-технологическая, финансы, образование, здравоохранение и др.

Если применить данную классификацию к отраслям российской экономики и рассмотреть динамику отношения совокупной ссудной задолженности к совокупной выручке компаний за скользящий год, то получится следующая картина (Рисунок 1). Видно, что прослеживаются четкие повышательные фазы кредитного цикла после шоков, связанных с воздействием коронавируса и смягчением денежно-кредитной политики Банка России в целях преодоления его последствий (II-IV кварталы 2020 г.), а также в период нормализации денежно-кредитной политики после масштабного геополитического шока 2022 г.

При этом, отношение совокупной задолженности по банковским кредитам к выручке за период 2020-2024 гг. выросло во всех секторах, кроме первичного. Однако, если исключить из вторичного сектора экономики строительную отрасль, а из третичного сектора — отрасль операций с

недвижимым имуществом, становится ясно, что именно они являлись основным драйвером роста (Рисунок 2). Во многом эффект столь значительного вклада этих двух отраслей реального сектора российской экономики связан с запуском масштабных льготных ипотечных программ, направленных на стимулирование приобретения гражданами недвижимости на первичном рынке.

Таким образом, за период 2020-2024 гг. величина соотношения «задолженность/выручка» для подавляющего большинства отраслей первичного, вторичного и третичного секторов экономики существенно не изменилась. Что касается мощного роста этого отношения для отраслей четвертичного сектора экономики, то он объясняется преимущественно ростом кредитования отраслей, вовлеченных в процесс научных изысканий и импортозамещения ИТ-решений для бизнеса (Таблица 1).

Если рассматривать взаимосвязь между динамикой темпов роста ссудной банковской задолженности и совокупной выручки предприятий в расширенной кодировке ОКВЭД2, то видно, что сила связи является довольно скромной, хотя и положительной (Рисунок 3).

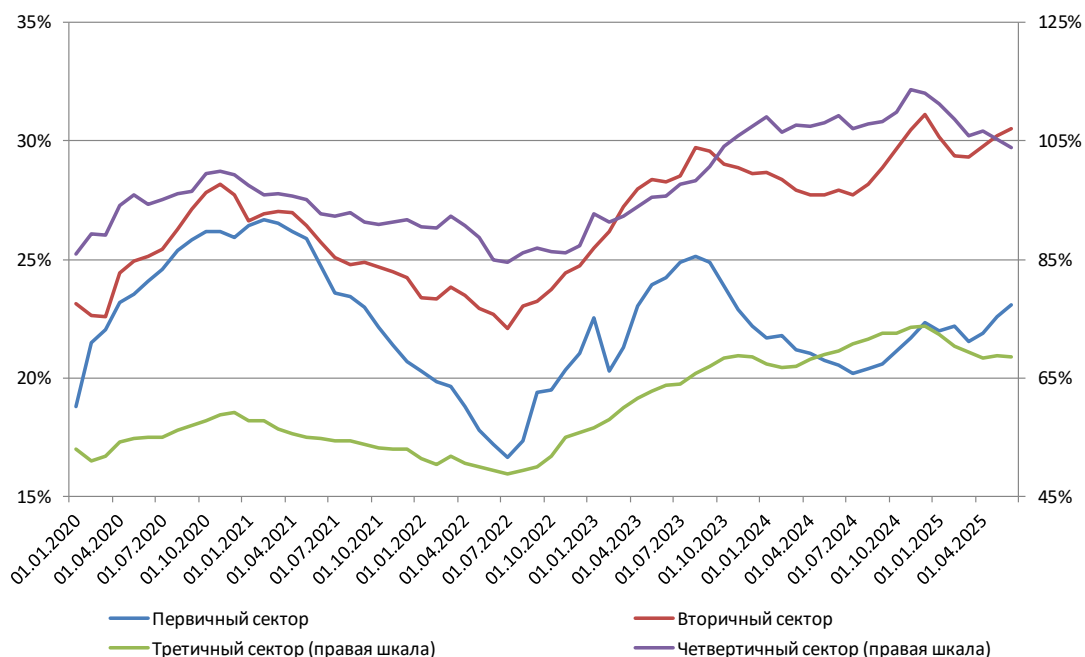


Рисунок 1 – Динамика соотношения «задолженность/выручка» отраслей реального сектора, классифицированных в соответствии с принципами модели Кларка-Фишера.

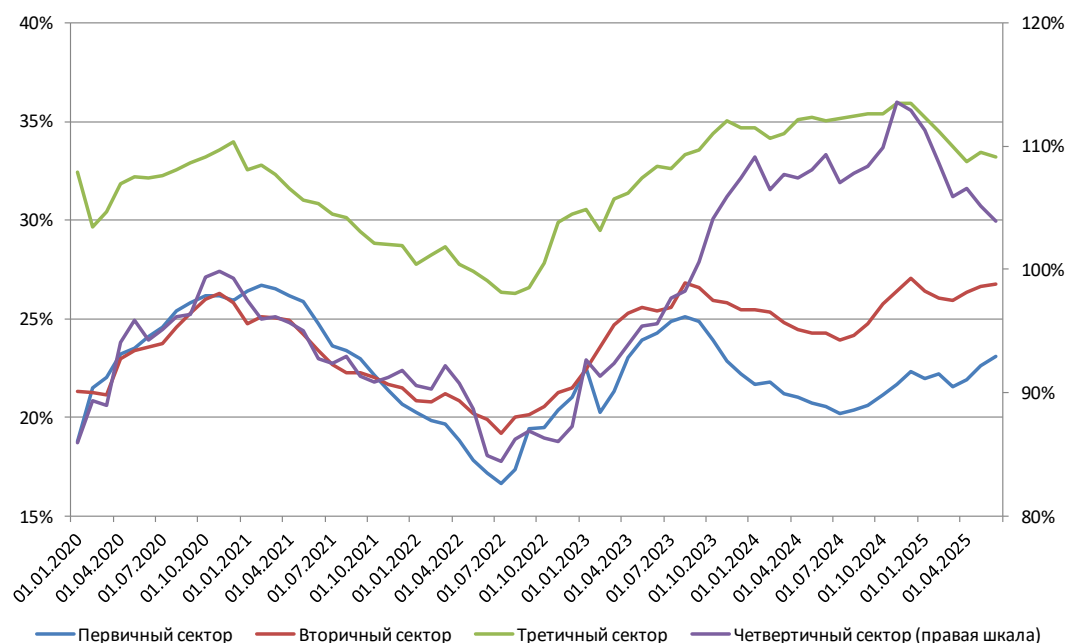


Рисунок 2 – Динамика соотношения «задолженность/выручка» отраслей реального сектора, классифицированных в соответствии с принципами модели Кларка-Фишера (с исключением отраслей «строительство» и «операции с недвижимым имуществом»).

Таблица 1 – Темпы роста ссудной банковской задолженности и выручки некоторых отраслей четвертичного сектора российской экономики за 2019-2024 гг.

Отрасль в кодировке ОКВЭД2	Темп роста задолженности (2024 к 2019), %	Темп роста выручки (2024 к 2019), %	Соотношение темпов роста (раз)
62 (Разработка компьютерного программного обеспечения, консультационные услуги в данной области и другие сопутствующие услуги)	1 103.0	435.7	2.5
71 (Деятельность в области архитектуры и инженерно-технического проектирования; технических испытаний, исследований и анализа)	1 402.3	270.4	5.2
72 (Научные исследования и разработки)	267.7	127.1	2.1
74 (Деятельность профессиональная научная и техническая прочая)	128.3	97.0	1.3

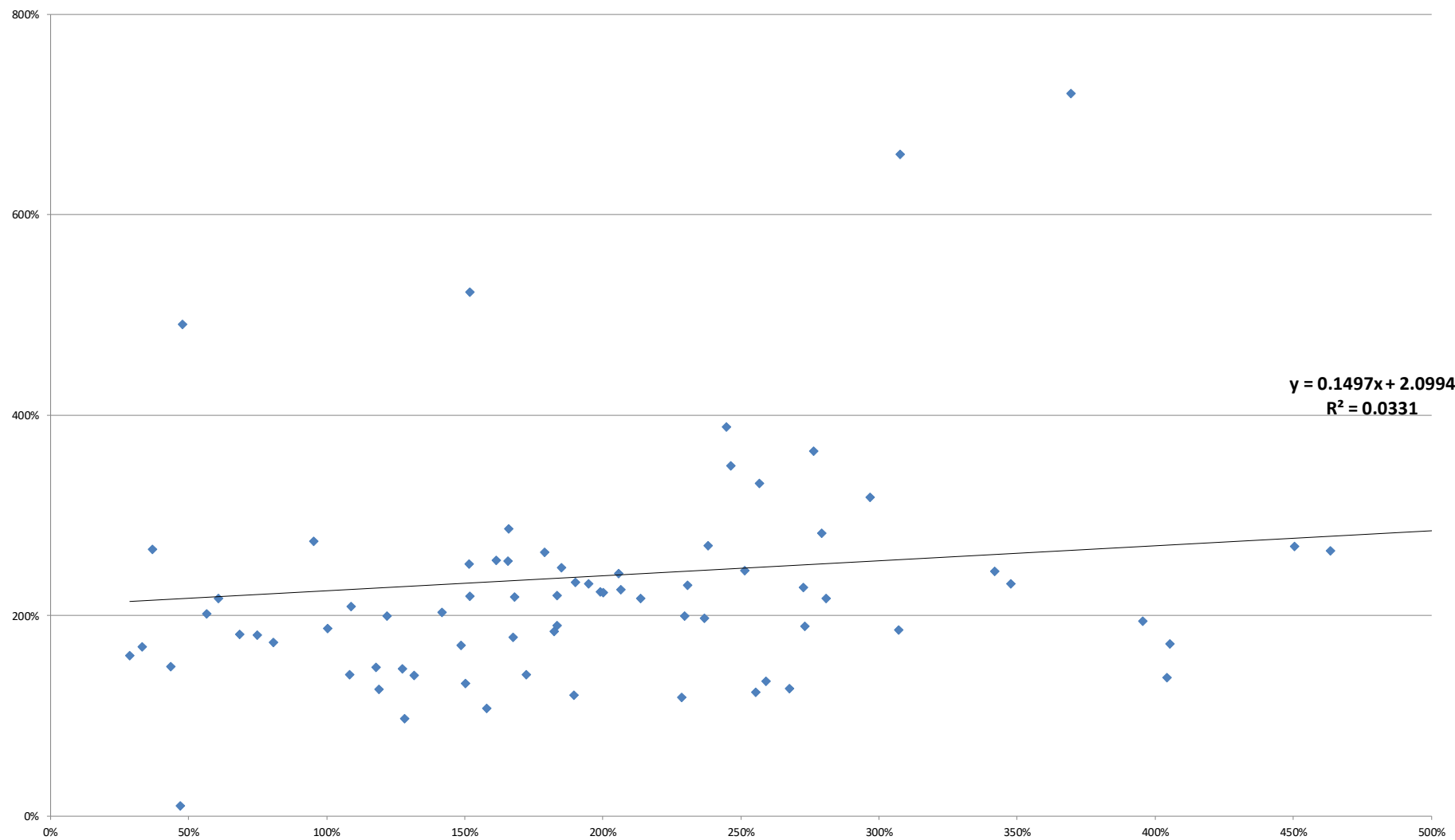


Рисунок 3 – Взаимосвязь между темпами роста ссудной банковской задолженности и совокупной выручки предприятий в расширенной кодировке ОКВЭД2 за 2019-2024 гг.