

ВЛИЯНИЕ ВЫСОКОЙ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ НА ИНВЕСТИЦИОННУЮ АКТИВНОСТЬ РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ В 2023 ГОДУ

Гавчук Д. В.¹

Аннотация: В 2023 году российская экономика столкнулась с довольно необычной ситуацией: ключевая ставка Банка России во второй половине года выросла с 7,5 до 16% годовых, но инвестиции в основной капитал при этом не сократились. Напротив, по данным Росстата, они продолжили расти. Это не означает, что высокая ставка не влияет на инвестиции. Скорее, ситуация 2023 года показывает, что связь между денежно-кредитной политикой и инвестиционным поведением предприятий сложнее, чем простая схема «ставка выросла — инвестиции упали». На решения компаний влияли ранее начатые проекты, собственные средства, государственный заказ, санкционная перестройка, импортозамещение и необходимость поддерживать производственные мощности. При этом высокая ставка заметно ухудшила условия для новых проектов, особенно для малого и среднего бизнеса, компаний с высокой долговой нагрузкой и предприятий, работающих без льготного финансирования. В работе делается вывод, что в 2023 году высокая ключевая ставка выступила не причиной немедленного инвестиционного спада, а фактором постепенного охлаждения новых инвестиционных решений.

Ключевые слова: ключевая ставка, инвестиционная активность, инвестиции в основной капитал, предприятия, корпоративное кредитование, Банк России, российская экономика, денежно-кредитная политика

Для цитирования: Гавчук Д. В. ВЛИЯНИЕ ВЫСОКОЙ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ НА ИНВЕСТИЦИОННУЮ АКТИВНОСТЬ РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ В 2023 ГОДУ // Московский вестник экономических наук. №4 (2023). С. 5-12.

THE IMPACT OF THE HIGH KEY RATE ON THE INVESTMENT ACTIVITY OF RUSSIAN ENTERPRISES IN

GAVCHUK D. V.¹

Abstract: In 2023, the Russian economy faced a rather unusual situation: in the second half of the year the Bank of Russia raised its key rate from 7.5% to 16% per annum, while fixed capital investment did not decline. On the contrary, according to Rosstat, it continued to grow. This does not mean that a high key rate has no effect on investment. The case of 2023 rather shows that the relationship between monetary policy and firms' investment behaviour is more complex than the simple formula "the rate goes up — investment goes down". Corporate decisions were influenced by previously launched projects, internal funds, government demand, sanctions-driven restructuring, import substitution and the need to maintain production capacity. At the same time, the high key rate worsened conditions for new projects, especially for small and medium-sized enterprises, highly indebted firms and companies without access to subsidized financing. The paper concludes that in 2023 the high key rate did not cause an immediate investment decline, but became a factor of gradual cooling of new investment decisions.

Keywords: key rate, investment activity, fixed capital investment, enterprises, corporate lending, Bank of Russia, Russian economy, monetary policy

<

ВВЕДЕНИЕ

Вопрос о влиянии ключевой ставки на инвестиции в российской экономике в 2023 году нельзя разбирать слишком прямолинейно. Формально логика понятна: если ставка повышается, деньги становятся дороже, кредиты — менее доступными, а предприятия осторожнее относятся к новым проектам. Но в реальной экономике такая связь почти никогда не работает мгновенно. Между решением

центрального банка и поведением предприятия всегда есть промежуток времени. Кроме того, бизнес принимает инвестиционные решения не только исходя из кредитной ставки.

В 2023 году эта проблема проявилась особенно заметно. До середины года ключевая ставка Банка России оставалась на уровне 7,5% годовых. После этого регулятор начал быстро ужесточать денежно-кредитную политику. В июле ставка была повышена до 8,5%, в августе — до 12%, в сентябре — до 13%, в октябре — до 15%, а в декабре — до 16% годовых [1]. Причины такого разворота были связаны с ускорением инфляции, ростом внутреннего спроса и ослаблением рубля. По оценке Банка России, инфляционное давление во второй половине года стало заметно выше, чем это было совместимо с целью по инфляции [2].

Для предприятий это означало изменение финансовой среды. Еще в первой половине года инвестиционные планы могли строиться при одной стоимости капитала, а к концу года — уже при совсем другой. Банковский кредит стал дороже, банки начали осторожнее смотреть на заемщиков, а проекты с невысокой доходностью стали терять привлекательность. Особенно это касалось тех компаний, которые не имели доступа к государственным программам поддержки и зависели от рыночного кредитования.

Однако итоговая статистика не показала падения инвестиций. По данным Росстата, инвестиции в основной капитал в 2023 году выросли на 9,8% после роста на 6,7% в 2022 году [4]. На первый взгляд это выглядит как противоречие: ставка выросла резко, а инвестиции продолжили увеличиваться. Но если учитывать временной лаг, структуру источников финансирования и особенности российской экономики после 2022 года, ситуация становится более понятной.

Значительная часть инвестиционных проектов в 2023 году была начата раньше. По ним уже были заключены договоры, закуплено оборудование, согласованы кредитные линии или выделены собственные средства. Такие проекты не останавливаются сразу после повышения ставки. Кроме того, в ряде отраслей инвестиции были связаны не столько с расширением бизнеса, сколько с необходимостью адаптации: заменить импортные комплектующие, перестроить логистику, найти новые технологические решения, поддержать производство после ухода иностранных поставщиков.

Поэтому высокая ключевая ставка в 2023 году не «сломала» инвестиционную активность одномоментно, но начала менять поведение предприятий. Новые проекты стали проходить более жесткий отбор. Для бизнеса выросла цена ошибки: если раньше проект с умеренной доходностью мог быть принят, то при ставке 16% и дорогом банковском кредите он уже выглядел рискованным.

Цель работы — показать, каким образом высокая ключевая ставка повлияла на инвестиционную активность российских предприятий в 2023 году и почему ее эффект не привел к немедленному снижению инвестиций в основной капитал.

МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Исследование опирается на данные Банка России о динамике ключевой ставки, материалы регулятора по денежно-кредитной политике, статистику Росстата по инвестициям в основной капитал, а также работы по теории инвестиций и кредитному каналу денежно-кредитной политики.

Основной метод — сопоставление динамики ключевой ставки и инвестиционной активности предприятий. При этом простого сравнения двух рядов недостаточно. Если взять только ставку и общий объем инвестиций, можно сделать ошибочный вывод, что ставка почти не влияет на инвестиции. Но это будет слишком грубое объяснение. Нужно учитывать, когда именно ставка была повышена, какие проекты уже были запущены, за счет каких источников они финансировались и какие отрасли в этот период получали поддержку со стороны государства.

Поэтому в работе используется причинно-следственный анализ. Он позволяет рассмотреть не только формальную связь между ставкой и инвестициями, но и промежуточные механизмы: стоимость кредита, доступность заемного капитала, требования банков, поведение предприятий с разной долговой нагрузкой, роль собственных средств и влияние государственных расходов.

Также применялся сравнительный подход. Он важен потому, что российские предприятия очень различаются по степени чувствительности к процентной ставке. Крупная компания с устойчивой прибылью и государственным заказом находится в одной ситуации. Малое предприятие, покупающее оборудование в кредит, — в другой. Экспортер с валютной выручкой, инфраструктурная компания и региональный производитель для внутреннего рынка тоже по-разному реагируют на рост стоимости денег.

В качестве теоретической основы использованы положения о процентном и кредитном каналах денежно-кредитной политики. Процентный канал показывает, как повышение ставки увеличивает стоимость капитала и снижает привлекательность инвестиций. Кредитный канал объясняет, почему при ужесточении политики банки могут не только повышать ставки, но и ограничивать выдачу кредитов более рискованным заемщикам.

РЕЗУЛЬТАТЫ И ОБСУЖДЕНИЕ

Влияние высокой ключевой ставки на инвестиции начинается с изменения цены заемных денег. Предприятие, которое планирует инвестиционный проект, обычно сравнивает ожидаемую доходность вложений со стоимостью финансирования. Если кредит стоит относительно дешево, проект с умеренной нормой прибыли может быть принят. Если кредит резко дорожает, тот же проект становится менее убедительным.

Это особенно заметно в проектах с длинным сроком окупаемости. Строительство нового корпуса, модернизация производственной линии, закупка сложного оборудования, запуск технологического проекта — все это требует времени. Деньги вкладываются сейчас, а отдача появляется через несколько лет. При высо-

кой ставке будущие доходы становятся менее ценными с точки зрения финансового расчета, а текущая долговая нагрузка — более тяжелой. Поэтому предприятие начинает осторожничать.

В 2023 году этот механизм начал работать, но не с января, а фактически со второй половины года. До июля ставка была 7,5% годовых. Для бизнеса это был относительно понятный уровень после 2022 года. Многие компании за это время успели вернуться к отложенным проектам, открыть кредитные линии, заключить договоры на поставку оборудования или начать строительство. Когда ставка стала быстро расти, эти решения уже нельзя было просто отменить.

Именно поэтому итоговый рост инвестиций в 2023 году не противоречит экономической логике. Он показывает не отсутствие влияния ставки, а наличие временного лага. Высокая ставка прежде всего ударила по новым инвестиционным решениям, которые еще не были оформлены контрактами и обязательствами. Уже начатые проекты продолжали реализовываться, даже если финансовые условия стали менее комфортными.

Для предприятий повышение ставки означало несколько практических последствий. Во-первых, выросла стоимость новых кредитов. Во-вторых, банки стали строже оценивать заемщиков. В-третьих, изменилась внутренняя оценка проектов: компании начали требовать более быстрой окупаемости и более высокой доходности. В-четвертых, возросла привлекательность альтернативных финансовых инструментов. Если свободные деньги можно разместить под высокий процент с меньшим риском, инвестиционный проект должен быть действительно необходимым.

Особенно сильным это влияние было для малого и среднего бизнеса. У таких предприятий обычно меньше собственных средств, слабее залоговая база и выше зависимость от банковского кредита. Для крупной компании рост ставки может означать ухудшение условий. Для малого предприятия он может означать фактическую невозможность купить оборудование или расширить производство. В этом смысле высокая ставка усиливает различие между крупным и малым бизнесом.

Крупные предприятия в 2023 году находились в более устойчивом положении. У них были собственные средства, накопленная прибыль, доступ к облигационному рынку, более прочные отношения с банками. Часть крупных компаний работала по государственным контрактам или в секторах, где спрос поддерживался бюджетными расходами. Поэтому они могли продолжать инвестиционные программы даже при ухудшении кредитных условий.

Собственные средства сыграли важную роль. В российской практике предприятия часто финансируют инвестиции не только за счет банковского кредита, но и за счет прибыли, амортизации и внутренних резервов. Это снижает прямую зависимость от ключевой ставки. Если проект финансируется из собственных средств, повышение ставки не приводит к автоматической остановке вложений.

Но здесь есть нюанс. Даже если компания не берет кредит, высокая ставка все равно влияет на ее выбор. У денег появляется более дорогая альтернатива. Размещение средств на депозите или покупка надежных долговых инструментов становится привлекательнее. Поэтому предприятие начинает сравнивать инвестиционный проект не только с кредитной ставкой, но и с доходностью относительно безопасного финансового размещения. В результате слабые или слишком долгие проекты откладываются.

Заметную роль в инвестиционной динамике 2023 года сыграл государственный спрос. После 2022 года он стал для ряда отраслей не просто дополнительным источником заказов, а фактически одним из условий сохранения загрузки мощностей. Бюджетные расходы, оборонный заказ, инфраструктурное строительство, субсидии и льготные кредитные программы частично компенсировали удорожание рыночного кредита. Для предприятия, которое имеет долгосрочный контракт или гарантированный сбыт, высокая ставка воспринимается иначе, чем для компании, работающей только на открытом рынке и полностью зависящей от платежеспособного спроса покупателей.

По этой причине инвестиционная картина в 2023 году была неровной. Там, где присутствовали государственный заказ, инфраструктурные проекты, импортозамещение или промышленная кооперация, вложения могли продолжаться даже при ухудшении кредитных условий. А в секторах, где спрос формируется преимущественно рынком, а деньги привлекаются по обычным банковским ставкам, повышение ключевой ставки ощущалось гораздо болезненнее. Для таких компаний любой новый проект сразу становился дороже, а его окупаемость — менее очевидной.

Санкционная перестройка также не дала инвестициям быстро просесть. После 2022 года многие предприятия оказались перед вполне практическими задачами: нужно было искать новых поставщиков, менять логистику, подбирать замену импортным комплектующим, обновлять программное обеспечение, перестраивать производственные цепочки. Такие вложения не всегда были результатом свободного инвестиционного выбора. Нередко они были необходимы просто для того, чтобы предприятие продолжало работать.

Здесь важно различать два типа инвестиций. Если компания вкладывает средства ради расширения бизнеса, она может дождаться более низкой ставки и перенести проект. Но если речь идет о замене недоступного оборудования, ремонте критически важной линии или поиске нового технологического решения, откладывать решение намного сложнее. Поэтому часть инвестиционного роста 2023 года была связана не столько с уверенным оптимизмом бизнеса, сколько с вынужденной адаптацией к изменившимся условиям.

При этом высокая ставка уже начала менять характер инвестиционных решений. Компании чаще выбирали проекты с понятным денежным потоком и более коротким сроком окупаемости. Долгие, капиталоемкие и технологически рискованные проекты стали проходить более жесткий внутренний отбор. В общей статистике это не всегда видно сразу: объем вложений может сохраняться, но струк-

тура инвестиций постепенно меняется. Для будущего роста это существенно, потому что именно долгосрочные проекты чаще связаны с модернизацией, повышением производительности и технологическим обновлением.

Особенно уязвимыми оказались предприятия с высокой долговой нагрузкой. Для них повышение ключевой ставки означало не только дорогие новые кредиты, но и рост расходов по уже имеющимся обязательствам, если требовалось рефинансирование или ставка по кредиту была плавающей. В такой ситуации часть денежных потоков, которые могли бы пойти на развитие, направляется на обслуживание долга. Поэтому именно такие компании раньше других начинают сокращать инвестиционные планы или переносить их на неопределенный срок.

Вместе с тем высокую ставку нельзя рассматривать только как препятствие для бизнеса. Банк России повышал ее в ответ на ускорение инфляции, а инфляция сама по себе серьезно мешает инвестиционному планированию. При быстром росте цен предприятие не может надежно рассчитать стоимость оборудования, материалов, строительно-монтажных работ, логистики и оплаты труда. Финансовая модель проекта быстро устаревает, а горизонт планирования сужается. Поэтому снижение инфляционного давления является важным условием для нормальных долгосрочных инвестиций.

В этом и заключался главный конфликт 2023 года. Слишком мягкая денежно-кредитная политика при растущем спросе могла бы дополнительно разогнать инфляцию и усилить перегрев экономики. Слишком жесткая — постепенно охлаждает кредитование и инвестиции. Банк России сделал выбор в пользу ценовой стабильности. Для предприятий это означало более дорогую и осторожную финансовую среду, но для экономики в целом такая политика должна была ограничить дальнейший рост инфляционных рисков.

По итогам 2023 года можно сказать, что высокая ключевая ставка не остановила инвестиции одномоментно. Ее повышение пришлось на вторую половину года и совпало с действием факторов, которые продолжали поддерживать вложения: уже начатые проекты, государственный спрос, импортозамещение, собственные средства крупных компаний. Но для новых проектов, особенно завязанных на рыночный кредит, условия стали заметно тяжелее.

Поэтому рост инвестиций в 2023 году не следует воспринимать как доказательство полной устойчивости инвестиционного процесса. Значительная часть этого роста опиралась на решения, принятые раньше, а также на государственную поддержку и вынужденную перестройку бизнеса. Более слабые участники рынка почувствовали ужесточение быстрее. Если высокая ставка сохраняется длительное время, ее накопленный эффект может проявиться позже — через сокращение новых проектов, перенос модернизации и снижение инвестиционной активности в секторах, где нет льготного финансирования.

ВЫВОДЫ

Высокая ключевая ставка в 2023 году стала важным, но не единственным фактором, который влиял на инвестиционные решения российских предприятий. Повышение ставки с 7,5 до 16% годовых ухудшило условия заемного финансирования, сделало кредиты дороже и заставило компании жестче оценивать окупаемость новых проектов.

При этом инвестиции в основной капитал по итогам года продолжили расти. Это объясняется тем, что многие проекты были запущены еще до резкого повышения ставки. Кроме того, крупные предприятия использовали собственные средства, отдельные отрасли поддерживались государственным спросом, а санкционная перестройка вынуждала бизнес вкладываться в замену оборудования, логистики, программных решений и производственных цепочек.

Наиболее чувствительными к высокой ставке оказались малые и средние предприятия, компании с высокой долговой нагрузкой и проекты с длинным сроком окупаемости. Более устойчиво чувствовали себя крупные компании, инфраструктурные организации, предприятия с государственным заказом и бизнес, имевший доступ к льготному финансированию.

Главный эффект высокой ставки в 2023 году проявился не в резком падении инвестиций, а в изменении подхода к новым проектам. Предприятия стали осторожнее брать заемные средства, чаще откладывать необязательные вложения и внимательнее считать риски. Проекты с быстрой и понятной отдачей получили преимущество перед долгими и капиталоемкими вложениями.

Таким образом, инвестиционный рост 2023 года не отменяет влияния ключевой ставки. Он скорее показывает, что в условиях структурной перестройки экономики процентный фактор может временно отойти на второй план, но не исчезает. Если период высокой ставки затягивается, ее накопленное влияние способно замедлить запуск новых проектов и ухудшить условия модернизации предприятий.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Ключевая ставка Банка России [Электронный ресурс] // Банк России. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/keyrate/
2. Доклад о денежно-кредитной политике. 2023. № 4 [Электронный ресурс] // Банк России. URL: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/46552/2023_04_ddcp.pdf
3. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов [Электронный ресурс] // Банк России. URL: https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/
4. Социально-экономическое положение России. 2023 год [Электронный ресурс] // Федеральная служба государственной статистики. URL: <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/osn-12-2023.pdf>
5. Инвестиции в России. 2023: статистический сборник [Электронный ресурс] // Росстат. URL: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Invest_2023.pdf
6. Финансовая стабильность: информационно-аналитический обзор [Электронный ресурс] // Банк России. 2023. URL: <https://www.cbr.ru/analytics/finstab/>
7. Абалкин Л. И. Инвестиционная политика и экономический рост // Вопросы экономики. 2000. № 3. С. 4–15.
8. Аганбегян А. Г. Финансы, бюджет и банки в новой России. М.: Дело, 2019. 400 с.
9. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент. Киев: Ника-Центр, 2001. 448 с.
10. Keynes J. M. The General Theory of Employment, Interest and Money. London: Macmillan, 1936.
11. Jorgenson D. W. Capital Theory and Investment Behavior // American Economic Review. 1963. Vol. 53. No. 2. P. 247–259.

12. Tobin J. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory // Journal of Money, Credit and Banking. 1969. Vol. 1. No. 1. P. 15–29.
13. Bernanke B. S., Gertler M. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission // Journal of Economic Perspectives. 1995. Vol. 9. No. 4. P. 27–48.
14. Gertler M., Gilchrist S. Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms // Quarterly Journal of Economics. 1994. Vol. 109. No. 2. P. 309–340.

REFERENCES

1. Bank of Russia. Key rate of the Bank of Russia. Available at: https://www.cbr.ru/hd_base/keyrate/
2. Bank of Russia. Monetary Policy Report. 2023, no.
3. Available at: http://www.cbr.ru/collection/collection/file/46552/2023_04_ddcp.pdf
4. Bank of Russia. Guidelines for the Single State Monetary Policy for 2023 and the Period of 2024 and 2025. Available at: https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/
5. Federal State Statistics Service. Socio-economic Situation in Russia. 2023. Available at: <https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/osn-12-2023.pdf>
6. Federal State Statistics Service. Investment in Russia. 2023: Statistical Collection. Available at: https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/Invest_2023.pdf
7. Bank of Russia. Financial Stability Review. 2023. Available at: <https://www.cbr.ru/analytics/finstab/>
8. Abalkin L. I. Investment Policy and Economic Growth. Voprosy Ekonomiki, 2000, no. 3, pp. 4–15.
9. Aganbegyan A. G. Finance, Budget and Banks in New Russia. Moscow, Delo Publ., 2019, 400 p.
10. Blank I. A. Investment Management. Kyiv, Nika-Center Publ., 2001, 448 p.
11. Jorgenson D. W. Capital Theory and Investment Behavior. American Economic Review, 1963, vol. 53, no. 2, pp. 247–259.
12. Tobin J. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. Journal of Money, Credit and Banking, 1969, vol. 1, no. 1, pp. 15–29.
13. Bernanke B. S., Gertler M. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. Journal of Economic Perspectives, 1995, vol. 9, no. 4, pp. 27–48.
14. Gertler M., Gilchrist S. Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms. Quarterly Journal of Economics, 1994, vol. 109, no. 2, pp. 309–340.

Информация об авторе

Гавчук Денис Васильевич

Независимый исследователь; E-mail: midk@bk.ru

Information about the author

GAVCHUK Denis Vasilevich

Candidate of Economic Sciences, Member of the International Federation of Information Technology, Travel and Tourism (Austria), Member of the New York Academy of Sciences (USA), Me; E-mail: midk@bk.ru