

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/2220-6469-2026-20-2-162-174
УДК 338(045)
JEL G28

Согласование целей экономики и денежно-кредитной политики

В.Д. Смирнов

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

АННОТАЦИЯ

Цель статьи — выявление влияния денежно-кредитной политики (ДКП) регулятора на экономику. Исследование базируется на теоретических и прикладных работах отечественных и иностранных ученых, статистических данных российских и зарубежных организаций. Автором применены **методы** качественного и количественного сравнительного анализа. **В результате** исследования выявлены расхождения между практическими мерами по достижению целей ДКП и их обоснованием регулятором — с одной стороны, и академическими взглядами на них, реальными предпосылками и последствиями для экономики — с другой. При разработке и реализации ДКП **предлагается** принять во внимание особенности текущих условий функционирования российской экономики, в рамках которых инфляция связана главным образом с недостатком предложения при достаточно стабильном спросе. В данных обстоятельствах более эффективно удерживать ключевую ставку на уровне фактической инфляции. Такой подход увеличит возможности промышленных предприятий с помощью банковского кредита удовлетворить на рыночных условиях потребность в заемных средствах для модернизации оборудования и увеличения на этой основе производственных мощностей. Одновременно сдерживание банков в предоставлении потребительских кредитов (за исключением ипотечных) макропруденциальными инструментами позволит мотивировать розничных заемщиков на более финансово обоснованное и осознанное потребление.

Ключевые слова: причины инфляции; недостаток предложения; денежно-кредитная политика; ключевая ставка; долговое финансирование предприятий

Для цитирования: Смирнов В.Д. Согласование целей экономики и денежно-кредитной политики. *Мир новой экономики*. 2026;20(2):162-174. DOI: 10.26794/2220-6469-2026-20-2-162-174

ORIGINAL PAPER

Coordination of Economic and Monetary Policy Goals

V.D. Smirnov

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

ABSTRACT

The objective of the article is to identify the impact of regulator's monetary policy (MP) on the Russian economy. The study is based on academic and applied works by domestic and foreign scholars, as well as statistical metrics of Russian and international organisations. **Methodology:** the author applies qualitative and quantitative comparative analysis. **As a result**, discrepancies have been identified between practical measures to achieve the goals of the MP and its justification by the regulator, on the one hand, and academic views on them, real prerequisites and consequences for the economy, on the other. **It is recommended** to take into account the specifics of the current operating conditions of the Russian economy for developing and implementing MP, since inflation is primarily associated with a supply shortage and relatively stable demand. Therefore, in these circumstances, it is more efficient to maintain the key rate at the level of actual inflation. This approach will increase the ability of industrial enterprises to use bank loans on market terms to meet their need for borrowed funds to modernise equipment and thereby increase production capacity. At the same time, restraining banks from providing consumer loans (excluding mortgages) through macroprudential instruments will motivate retail borrowers to adopt more financially sound and conscious consumption.

Keywords: causes of inflation; supply shortfall; monetary policy; key rate; corporate debt financing

For citation: Smirnov V.D. Coordination of economic and monetary policy goals. *The World of New Economy*. 2026;20(2):162-174. DOI: 10.26794/2220-6469-2026-20-2-162-174

© Смирнов В.Д., 2026

ВВЕДЕНИЕ

Стремление регулятора управлять инфляцией путем ограничения спроса и перекладывания ответственности за состояние товарного предложения на бизнес и правительство не всегда оправдано финансовыми возможностями последних. Предприниматели и власти постоянно прибегают к долговому финансированию своей деятельности, что (наряду с их собственными средствами) является одним из важных инструментов решения актуальных проблем. Одной из самых значимых представляется ускоренная модернизация имеющегося оборудования в подавляющем большинстве отраслей экономики для повышения технологического уровня и удовлетворения потребительского и инвестиционного спроса на внутреннем рынке. Это особенно важно в условиях радикального изменения торгово-экономических отношений с развитыми странами, многие из которых прекратили сотрудничество с РФ в области технологически сложных товаров и их производства и намеренно препятствуют прогрессу российской экономики и кооперации отечественных предприятий с иностранными компаниями.

За последние 10 лет спрос практически не изменился, но денежные шоки начиная с 2022 г., несколько уменьшив покупательную способность населения и компаний, заставили их согласиться на приобретение такого же количества товаров худшего качества, так как импорт ограничен, а местные производители в большинстве своем пока не смогли предоставить достойную замену. Производственные компании стараются увеличить объемы и улучшить уровень своей продукции на имеющемся оборудовании и ориентируются в основном на собственные финансовые средства. Понятно, что уход с рынка части иностранных поставщиков сырья, материалов и комплектующих заставляет многие наши организации покупать более современное оборудование для расширения и модернизации производства в целях удовлетворения потребностей внутреннего рынка. В подобных обстоятельствах проявилась необходимость существенного изменения инвестиционных планов, для реализации которых не хватает собственных средств. Это объясняет повышенный запрос на долговое финансирование.

При управлении инфляцией только через регулирование спроса повышенной процентной ставкой не принимается во внимание, что такая практика характерна для экономик, где предложение превышает спрос, чего нет во многих то-

варных категориях в нашей стране. Одновременно это означает высокую стоимость кредита для производственных компаний, что прямо влияет на способность промышленности пополнять оборотный капитал и обновлять свои мощности, если текущий денежный поток не позволяет это сделать или возможности привлечения дополнительного акционерного капитала или заемных ресурсов ограничены. Указанные факторы заставляют задуматься о целесообразности уточнения денежно-кредитной политики для эффективного решения проблемы повышенного роста цен путем установления ключевой ставки на уровне, близком к реальной инфляции, с тем, чтобы рыночные условия предоставления банковского кредита были более доступными для компаний, стремящихся занять освободившиеся товарные ниши.

ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ДКП

Концептуально регулятор исходит из того, что для достижения цели по инфляции — 4% — российская экономика должна следовать долгосрочной «траектории сбалансированного роста в 1,5–2,5%», нахождение в рамках которой требует «продолжительного периода проведения жесткой денежно-кредитной политики». На такой траектории «все ключевые показатели в экономике растут постоянным темпом, который определяется фундаментальными факторами»¹. Движение по этой траектории, именуемой также потенциалом, обеспечивает «долгосрочное равновесие в экономике». При этом отклонение от нее квалифицируется как «разрыв», в положительном значении рассматриваемый как «перегрев» экономики, который необходимо подавлять со стороны спроса. Вместе с тем «долгосрочное ускорение (или замедление) темпов роста всегда связано с технологическим прогрессом. Другими словами, никакие разовые факторы не способны увеличить угол роста траектории потенциала. Сделать это можно только посредством увеличения совокупной факторной производительности»². Признавая, что «потенциал» экономики может меняться, регулятор тем не менее с 2014 г. настойчиво предлагает ориентироваться на низкие темпы роста, «исторически характерные для РФ», и считает, что «сценарий с высоким ростом и ограниченной инфляцией методами денежно-кредитной политики не реализуем» [1, с. 8].

¹ URL: https://cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2025_2027

² URL: https://cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2026_2028/

Поскольку все вышеуказанные положения являются базовыми для действий регулятора, воплощаемых в мерах денежно-кредитной политики (ДКП), представляется целесообразным лучше понять их обоснованность и актуальность.

1. Темпы роста физического объема российского ВВП в межкризисные периоды 1999–2008 и 2010–2012 гг. находились в диапазоне 4–10% в год, замедлились в 2016–2019 гг. до 2% и восстановились до 4–6% в 2020–2024 гг. (исключая годы пандемии и начала массовых санкций)³. Соответственно, сложно рассматривать данную динамику за 25 лет, как устойчиво тяготеющую к уровню 1,5–2,5%: скорее всего, она находится на уровне не менее 5% в год, что подтверждается официальной статистикой и соответствует задачам сокращения кратного отставания от мировых лидеров по ВВП на душу населения. В текущих ценах рост ВВП в связи с инфляцией в разы выше.

2. Индекс физического объема оборота розничной торговли в 2023 г. был практически такой же, как в 2018 г., т.е. спрос стагнировал, и только в 2024 г. поднялся на 7,7%⁴, когда у населения, наконец, появились средства и повысился уровень жизни. В 2019–2021 гг. совокупный рост розничных цен составил 17,6%, в 2022–2024 гг. — 31,7%, а за весь период 2019–2024 гг. цены выросли на 54,8%⁵. Рост цен производителей по виду экономической деятельности «Промышленность» составил 27,4, 24,4 и 58,5% соответственно⁶ — примерно, как и у розничных, что, скорее всего, может означать, что производители на уровне компаний воспользовались ситуацией с дефицитом своей продукции и заложили в себестоимость подорожание используемых материалов и компонентов. Таким образом, в денежном измерении товарный оборот вырос, но физически спрос остался на прежнем уровне, поскольку особых причин для его увеличения в целом по экономике просто не было.

3. По мнению регулятора, важную роль в увеличении цен сыграли субсидируемые государством

кредиты для домохозяйств и промышленности, а также повышенные государственные закупки продукции некоторых приоритетных отраслей. Между тем, согласно данным Банка России, задолженность юридических лиц и индивидуальных предпринимателей коммерческим банкам по льготным кредитам на 01.07.2025 г. составляет 4,3 трлн руб., или 6,0% от всего объема задолженности этих классов заемщиков, у субъектов МСП — 1,4 трлн руб. (9,7%). Совокупно на льготные кредиты приходится только 6,6% от всей задолженности нефинансовых организаций (85,9 трлн руб.), и они вряд ли могут быть решающими для увеличения спроса со стороны промышленности. Ипотечное кредитование составляет 19,5 трлн руб. — 52,8% в общей задолженности физических лиц (36,9 трлн руб.)⁷ и даже с льготной процентной ставкой заставляет домохозяйства существенно уменьшать свое текущее потребление ради выполнения обязательств по выплате аннуитетных платежей по ипотеке. Расходы федерального бюджета на поддержку национальной экономики, которые идут главным образом на создание и улучшение отечественной производственной базы, в 2024 г. равнялись 3,9 трлн руб.⁸, и едва ли они оказывают существенное влияние на повышение спроса, поскольку только часть этой суммы расходуется на субсидирование процентной ставки.

4. Рост заработной платы является важным экономическим индикатором, но влияет на себестоимость только в сфере услуг, где данные затраты преобладают в общих расходах. Вместе с тем в материальном производстве, которое вносит основной вклад в ВВП, ее доля не является определяющей в себестоимости: там более существенен показатель производительности труда, зависящий от технологического уровня используемого оборудования. Соответственно, рост зарплат на более современных производствах происходит менее высокими темпами, чем увеличение маржинальности. Он не представляет большой угрозы для экономики, так как способствует увеличению добавленной стоимости. Соответственно, если модернизация основных средств производства ох-

³ URL: <https://rosstat.gov.ru/statistics/price>

⁴ Росстат. «Индекс физического объема оборота розничной торговли по Российской Федерации, в % к предыдущему году (в сопоставимых ценах)».

⁵ Рассчитано автором по данным Росстата: «Индексы потребительских цен на товары и услуги по Российской Федерации в 1991–2025 гг.».

⁶ Рассчитано автором по данным Росстата: «Индексы цен производителей в соответствии с ОКВЭД ОК 029–2014 (КДЕС Ред.2) (ОКВЭД2) по ВЭД «Промышленность» по Российской Федерации в 2013–2024 гг. (на товары, предназначенные для реализации на внутреннем рынке)».

⁷ Рассчитано автором на базе следующих материалов Банка России: «Статистический бюллетень Банка России» и «Задолженность (в том числе просроченная) по кредитам, предоставленным юридическим лицам-резидентам (ЮЛ) и индивидуальным предпринимателям (ИП) в рублях, в том числе по льготным процентным ставкам».

⁸ URL: <https://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc&base=LAW&n=458280&dst=101402#RsIqOzUjND301fVE>

ватывает основную часть отраслей, то увеличенное денежное вознаграждение сотрудники «обменивают» на более дорогие товары и/или на множество дешевых, производство которых обеспечивается инновационными технологиями. Следовательно, создание условий для модернизации производства уменьшает значение фонда оплаты труда в повышении инфляции в целом по экономике.

В этом смысле показательно, что в 2022 г. доля оплаты труда наемных работников в ВВП России составляла 39,1%, а создаваемой в стране валовой прибыли — 52,9%, в то время как в Японии эти показатели были равны 52,5 и 39,2%, во Франции — 52,4 и 34,1%, в Германии — 52,1 и 38,8%, а в США в 2019 г. — 53,6 и 40,1%⁹. Данные цифры говорят о том, что российский бизнес забирает намного большую долю создаваемой добавленной стоимости, чем в развитых странах, т.е. доходы наемных работников в РФ еще могут расти при условии сравнимой производительности труда.

5. Понимая, что отечественный регулятор придерживается общепринятых в мире (мейнстримных) подходов к государственному денежно-кредитному регулированию [2, с. 7], хотелось бы обратить внимание на то, что разработавшие и применяющие их экономически развитые страны при решении задачи сбалансированности спроса и предложения (для управления инфляцией) находятся в совсем другой ситуации, нежели современная Россия. У них нет ограничений на переток промышленного капитала и торговли товарами и услугами друг с другом; отсутствуют препятствия для международных расчетов; обменные курсы валют в целом стабильны; наряду с большими объемами банковского кредита существуют обширные рынки небанковского долгового и акционерного финансирования, для трансграничного движения участников которых отсутствуют препятствия. Иными словами, их идеи по ДКП реализуются в условиях избыточного, современного по качеству товарного предложения, возможные затруднения с которым легко (с финансовой и технологической точек зрения) решаются созданием новых производственных мощностей или с помощью импорта. Поэтому управление спросом для соответствия целевым установкам по инфляции является для них естественным, поскольку проблем с предложением в целом не существует. Соответственно, в полном

согласии с этим подходом представитель российского регулятора заключает, что «рост банковского кредитования (по любым процентным ставкам, пусть даже самым низким) и следующий за этим рост денежной массы в обращении сами по себе не обязательно приводят к увеличению физических объемов промышленного производства и росту производственных инвестиций» [2, с. 6]. Проблема состоит в том, что такая логика не соответствует условиям функционирования российской экономики.

В России, которая еще недавно полагалась на принципы экономической глобализации, свободного движения товаров и капиталов, ситуация совсем другая. Нынешнее положение не только существенно затруднило российский экспорт, качественно и количественно ограничило импорт готовых изделий, способствовало разрыву международных цепочек поставок материалов и комплектующих, но и привело к закрытию ряда иностранных производств. В результате при сохранившемся спросе предложение на внутреннем рынке существенно изменилось не в лучшую сторону по объемам, применяемым в производстве продукции технологиям и, конечно, цене. В этих условиях подавление спроса не способствует технологическому развитию страны и представляется в целом малоэффективным, что видно по устойчивой большой разнице между ключевой ставкой и фактической инфляцией, которая не снижается, так как дисбаланс между спросом и предложением сохраняется — если не по количеству, то по качеству.

Соответственно, представляется логичным предположить, что ключевым фактором ускорения российской экономики является трансформация промышленности и в первую очередь секторов, работающих на внутренний рынок, для чего необходимо радикальное обновление ее производственной базы. В этой связи корректный для развитых экономик вывод Б. Джонса и Б. Олкена о том, что «сосредоточение внимания на повышении эффективности использования ресурсов может быть более перспективным направлением, чем концентрация на увеличении совокупных инвестиций в целях стимулирования роста» [3, р. 26], представляется мало приемлемым для России. Потому что сложно ожидать повышения эффективности от оборудования с устаревшими технологиями, которое не воспринимает современные материалы и комплектующие и требует большого количества обслуживающего персонала не самой

⁹ Росстат. Сборник Россия и страны мира. М.: Федеральная служба государственной статистики; 2023. 393 с.

высокой квалификации. В такой ситуации также невозможно ожидать повышения совокупной факторной производительности.

6. Регулятор стремится обеспечить низкую инфляцию путем принятия через ДКП мер по соответствию экономики траектории сбалансированного и устойчивого роста, о чем говорилось выше. Важным дополнением к этому является показатель загрузки производственных мощностей, который демонстрирует, насколько полно используется имеющийся промышленный потенциал. Для большинства компаний в мире оптимальным уровнем использования мощностей является 85%¹⁰ от установленного их объема, который позволяет адекватно реагировать на неожиданное увеличение спроса, нерегулярность поставок сырья, материалов и компонентов, а также на внеплановый выход оборудования из строя. Росстат не дает этот обобщенный по всей экономике показатель, но предоставляет данные в разрезе производства отдельных видов продукции. В 2017–2024 гг. 85% загрузки мощностей устойчиво превышали только производители таких видов продукции, как концентрат железорудный, бумага и картон, серная кислота, аммиак, удобрения минеральные или химические, плитки керамические для полов, чугун зеркальный или передельный в первичных формах. Характерно, что ни у одной позиции из категории «Производство машин и оборудования, электрооборудования, электронного и оптического оборудования, транспортных средств и оборудования» показатели даже не приблизились к оптимальному уровню: в 2024 г. мощности по производству подшипников использовались на 28%, станки металлорежущие — на 41%, машины кузнечно-прессовые — на 26%, электродвигатели — на 12%¹¹. Можно предположить, что производство отечественных средств производства для обрабатывающих отраслей промышленности не востребовано внутренним рынком, который, вероятно, стремится приобрести более современные изделия иностранных производителей, для чего нужно соответствующее финансирование, в том числе долговое.

Зарубежные источники отмечают, что в 2024–2025 гг. уровень использования установленных производственных мощностей в ЕС составлял

¹⁰ URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/economics/capacity-utilization/> (дата обращения 22.10.2025).

¹¹ Росстат. Уровень использования среднегодовой производственной мощности организаций по выпуску отдельных видов продукции (в процентах).

77,8–77,9%, в США — 77,4%, в Китае — 74,6%, в России — 61%¹². Вряд ли данный российский показатель можно назвать очень высоким, а ситуацию в экономике страны охарактеризовать как «перегрев», что указывает на большой потенциал роста отечественных компаний, особенно если они смогут обновить свой производственный парк.

Также сложно утверждать, что указанный уровень загрузки и, соответственно, выпуска продукции российскими компаниями оказывает проинфляционное давление, поскольку «приближается к своему потенциалу». Регулятор указывает¹³, что говорить о том, какие отрасли больше или меньше перегреты, с точки зрения макроэкономической логики — не очень правильная постановка вопроса, потому что инфляция отражает общую картину по экономике в целом, как результат соотношения совокупного спроса и предложения. Однако имеющиеся данные не позволяют заключить, что существует положительный разрыв между выпуском продукции и потенциалом экономики, он скорее отрицательный, т.е. значительная часть отечественной продукции не востребована по объему и качеству, и неудовлетворенный спрос, очевидно, заполняется импортом.

Если считать такое положение вещей базой для сбалансированного и устойчивого роста в экономике, то сложно ожидать успеха в соревновании с мировыми лидерами.

Предположительность ряда используемых индикаторов (потенциал, разрыв, инфляционные ожидания и т.д.), которые в сложившейся в РФ практике являются основанием для принятия решений, приводит к необходимости «выработки робастного правила ДКП, использующего динамику только наблюдаемых статистических показателей, таких как ВВП, инфляция, индексы PMI, загрузка производственных мощностей, показателей безработицы, роста кредитования и пр.» [4, с. 7, 33].

ВЛИЯНИЕ ДКП НА ЭКОНОМИКУ

Отмечая ограниченность влияния денежно-кредитной политики на структурную перестройку экономики, регулятор, тем не менее, признает, что «ДКП может воздействовать на интенсивность использования» капитала и производительность труда — в этом и заключается «контрциклическая роль» действий Банка России, целью которых яв-

¹² URL: <https://tradingeconomics.com/country-list/capacity-utilization>

¹³ URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=23377>

ляется приведение инфляции к установленному им целевому уровню.

В этой связи представляется важным понять воздействие ДКП на экономику страны с теоретической и прикладной точек зрения.

1. Обосновывая высокую ключевую ставку, регулятор отмечает, что ее слишком низкий уровень «спровоцирует ускоренный рост кредитования и увеличение внутреннего спроса»¹⁴. При этом не упоминается воздействие стоимости кредита на предложение в экономике. Иными словами, регулятор показывает, что он придерживается в ДКП концепции нейтральности денег, согласно которой денежная масса (основным компонентом в РФ в которой являются кредиты, фондируемые в основном депозитами) влияет только на такие переменные, как цены, заработные платы и валютный курс, но не оказывает воздействия на количество товаров и услуг, производимых экономическими агентами.

Ссылка представителя регулятора на корректность «постулатов нейтральности», потому что они «протестированы в других экономиках»¹⁵, вряд ли доказывает, что их применение будет эффективно в российской экономике, текущие условия функционирования которой не такие, как в странах, где эти постулаты работают. Более того, всестороннее исследование этой темы российскими учеными во главе с академиком В.И. Маевским, с учетом работ зарубежных экономистов, показало, что деньги далеко не всегда и не в каждой экономике являются нейтральными [5–7]. В долгосрочном плане «феномен капитализации денег» проявляет себя через конвертацию эмитируемых через кредит денег в инвестиции в основной капитал и воздействует на ВВП путем роста этого капитала (и мощностей). Краткосрочный «феномен номинальных жесткостей» проявляется в основном в рамках действующего производства, когда вызванный увеличением денежного предложения экономический рост достигается посредством наращивания загрузки мощностей и привлечения незанятой рабочей силы [5, с. 16].

Но, как отмечалось выше, если резервы повышения эффективности экономики исчерпаны в связи с устареванием действующих производственных мощностей, для их обновления до современного уровня исключительно важна роль кредита. С.Ю. Малков и А.А. Рубинштейн предложили

математическое обоснование того, что если мы хотим добиться экономического роста, то финансовая поддержка (в том числе кредитом) должна целевым образом направляться в производственный сектор так, чтобы темпы роста реального продукта как можно больше обгоняли инфляцию [8, с. 513]. У нас этого пока не происходит.

Характерно, что и в сбалансированных по спросу и предложению экономиках ученые находят свидетельства не-нейтральности денег. Так, К. Ромер и Д. Ромер, основываясь на данных США за период 1969–1996 гг., показывают, что денежно-кредитная политика оказывает значительное и статистически значимое влияние на реальный объем производства [9, р. 1081]. Шок в один процентный пункт снижает промышленное производство через пять месяцев, с максимальным падением на 4,3% через два года; на цены он оказывает незначительное влияние в течение почти двух лет, но затем снижает уровень инфляции на 2–3 п.п. Как следствие, уровень цен через четыре года снижается примерно на 6%. Ученые отмечают, что результаты как по выпуску, так и по ценам, достаточно устойчивы к вариациям периодов выборки, контрольных переменных, спецификации и конкретной регрессии, примененной для формирования используемой ими меры шока.

2. В последние годы внимание ученых и экспертов экономически развитых стран привлекает проинфляционный эффект, который может показывать недостаток предложения, вызванный в том числе геополитическими событиями. Так, Д. Бармс, И. Клэйс, С. Дико и Л.А. Перейра да Силва подчеркивают, что, в то время как монетарные инструменты нацелены на управление спросом в экономике, они одновременно оказывают воздействие и на предложение, угнетение которого может усугубить инфляционные эффекты [10, р. 27]. Ужесточение ДКП через увеличение стоимости долгового финансирования способно негативно влиять на инвестиции, особенно в капиталоемких секторах, снижая тем самым долгосрочный производственный потенциал.

Изучая эффекты рестриктивной ДКП, Л. Форнаро и М. Вольф приходят к заключению, что негативные шоки предложения, даже если они носят исключительно временный характер, побуждают компании сокращать инвестиции и тем самым разрушают будущий производственный потенциал экономики [11, р. 18–20]. Связанное с этим падение покупательной способности подавляет спрос настолько, что естественная процентная

¹⁴ URL: https://cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2024_2026/

¹⁵ URL: <https://kaliningrad.rbc.ru/kaliningrad/12/09/2025/68c429089a7947598289120a>

ставка (при которой обеспечивается достижение не только целевого ориентира инфляции, но и полная загрузка производственных мощностей) может снизиться в ответ на перебои с предложением. Более того, эффекты неадекватной реакции ДКП на причины инфляции могут в перспективе усиливать и продлевать ее рост, вызванный негативными шоками предложения, поскольку они влекут за собой долгосрочное падение производительности компаний.

Примером немонетарной природы инфляции является отрасль стройматериалов, где отпускные цены производителей выросли за последние три года в среднем на 35–75%. Наиболее заметно подорожали товары с высокой долей импортных компонентов: клеи, герметики, крепеж, фасадные системы. Одним из главных факторов цены стала логистика (она теперь может достигать до 25–30% себестоимости): выросла стоимость морских и сухопутных перевозок, увеличились сроки доставок. Считается, что она адаптируется к новым условиям, но стабильное снижение цен произойдет лишь при развитии полного цикла производства стройматериалов внутри России¹⁶.

3. Последствия жесткой ДКП связаны непосредственно с деятельностью кредитных организаций. Во-первых, высокие ставки привлекают больше денег на депозиты, которые увеличились за период с 2022 г. по I полугодие 2025 г. более чем на 30 трлн руб., при этом вклады физических лиц выросли почти в два раза (до 40,4 трлн руб.), а юридических — всего на 40% (до 39,7 трлн руб.). Во-вторых, резко изменилась временная структура вкладов: если по состоянию на 01.01.2022 г. в общей сумме вложенных всеми вкладчиками средств преобладали депозиты сроком от 181 дня и выше (65%), то к 01.07.2025 г. 66% составляли депозиты сроком от 31 дня до 1 года¹⁷. Таким образом, идея сокращения спроса через стерилизацию денежной массы на банковских депозитах в значительной мере себя не оправдала: вкладчики трансформировали свои длинные вложения в короткие с очевидной надеждой вскоре использовать полученный повышенный доход (если не сами сбережения) на цели потребления.

С другой стороны, возможности кредитования экономики коммерческими банками зависят глав-

ным образом от объема привлеченных пассивов (прежде всего, депозитов, динамика которых в значительной мере определяется размером ключевой ставки) и регулируются Центральным банком через различные нормативы для обеспечения устойчивости финансовой системы. Необходимость создания источника выплаты повышенных процентов по привлеченным депозитам заставляет коммерческие банки активнее предлагать ссуды в установленных регулятором рамках. В результате в период с 2022 г. по I полугодие 2025 г. задолженность нефинансовых организаций и населения по банковским кредитам выросла в 1,66 и 1,47 раза соответственно. При этом объем банковских ссуд корпоративному сектору экономики сроком до 3-х лет в этот период вырос в 1,72 раза и достиг на 01.07.2025 г. 43,8 трлн руб., а более длинные ссуды выросли в этот период в 1,59 раза — до 42,1 трлн руб.¹⁸ В результате, если по состоянию на начало рассматриваемого периода задолженность нефинансовых организаций по коротким кредитам отставала от длинных, то к 01.07.2025 г. ситуация изменилась в обратную сторону.

Такая динамика разных сегментов кредита корпоративным клиентам подтверждает ранее высказанное предположение о том, что компании стараются как можно эффективнее использовать имеющиеся производственные мощности, чтобы воспользоваться моментом для увеличения продаж и накопления ресурсов, и только затем, когда позволят условия, решать вопросы обновления оборудования. Если при ужесточении ДКП растет выпуск, то это говорит не о ее нейтральности, а, скорее всего, о старании предприятий удовлетворить спрос, но повышенная процентная ставка одновременно конвертируется в завышенную цену готовой продукции.

4. С. Букер, М. Нг и Д. Уэссел [12], рассматривая ситуацию в достаточно сбалансированной экономике США, отмечают, что общий объем инвестиций в экономику должен быть равен объему имеющегося капитала или сбережений. Для этого процентным ставкам следует быть достаточно высокими, чтобы убедить владельцев временно свободных средств сберегать, и достаточно низкими, чтобы стимулировать заемщиков брать кредиты. В РФ, где экзогенные шоки существенно осложнили положение с предложением при практически стабильном физическом спросе, и имеются проблемы с нали-

¹⁶ URL: <https://www.rbc.ru/business/28/10/2025/690104f79a794710684a22d9>

¹⁷ Расчеты автора по данным Статистических бюллетеней Банка России за соответствующие годы.

¹⁸ Расчеты автора по данным Статистических бюллетеней Банка России за соответствующие годы.

чием свободного для инвестирования капитала, стоимость кредита должна быть более доступной производственным компаниям, чтобы они получили возможность через долговое финансирование увеличить предложение — это уменьшило бы его дисбаланс со спросом и, как следствие, ограничило инфляцию. Параллельное применение регулятором соответствующих макропруденциальных мер по кредитованию физических лиц могло бы одновременно ограничить аппетит банков касательно предоставления ссуд (за исключением ипотечных кредитов) этому классу заемщиков, мотивируя их к более финансово ответственному и осознанному потреблению, что сделало бы внутренний спрос более рациональным, и стимулировало население размещать средства на банковских депозитах для фондирования корпоративных кредитов. Соответственно, инфляцию снизила бы не высокая процентная ставка через ограничение спроса, а умеренная стоимость кредита через повышение предложение.

5. В этой связи необходимо отметить, что тезис регулятора о том, что более низкая ключевая ставка «спровоцирует ускоренный рост кредитования» (подразумевавший, очевидно, что высокая ставка его ограничивает), не сработал, поскольку в реалиях самой высокой ставки ВВП (в текущих ценах) в указанный выше период вырос в 1,44 раза, а кредиты нефинансовым организациям и населению — в 1,59 раза¹⁹. С учетом этого факта вряд ли стоит опасаться низкой стоимости кредита, потому что долговое финансирование востребовано прежде всего из-за появляющихся у российских предприятий возможностей по продаже увеличенных объемов своей продукции, дефицит которой позволяет повышать цены, в том числе, чтобы закрыть повышенную стоимость кредита.

Но, похоже, и с этим у предприятий имеются некоторые проблемы, так как период жесткой ДКП привел в начале 2024 г. (впервые в современной истории) к превышению процентных платежей по кредитам промышленных заемщиков над их инвестициями в машины и оборудование, соотношение которых в I квартале 2025 г. составило 154%. Иными словами, заработанная предприятиями прибыль ушла в финансовый сектор, а не на создание возможностей по улучшению предложения. Таким образом, в середине 2025 г. физические объемы производства гражданской обрабатывающей промышленности, которая включает

машиностроительную отрасль, создающую продукцию инвестиционного назначения, и секторы производства дефицитных в стране современных сложных непродовольственных товаров, снизились до уровня, близкого к началу 2022 г.²⁰

Получается, что увеличенная стоимость кредита отнимает часть маржи производственных компаний в пользу банков и вкладчиков депозитов. Как следствие, финансовый результат кредитных организаций в последние годы постоянно растет. Кроме того, всего лишь через 6–12 месяцев после увеличения ставки спрос на полученные при закрытии депозитов проценты может увеличиваться в триллионы рублей (значительно больше, чем при более умеренной ДКП с ключевой ставкой, близкой к инфляции), что делает конечный результат стерилизации денежной массы проинфляционным, если предложение не успело увеличиться в течение срока действия депозитов. Поскольку последнее вряд ли возможно (так как производственным компаниям нужно гораздо больше времени для завершения полного комплекса мер по увеличению и модернизации своего производства), то это означает, что технологический уровень промышленности стагнирует, а точнее — постепенно деградирует в связи с тем, что иностранные конкуренты его постоянно повышают.

В этой связи представляется актуальным предложение Ю. Ма и К. Циммерманна [13] применять меры ДКП, ослабляющие ограничения для инноваций, даже когда требуется ее ужесточение. Такой вывод вытекает из результатов их исследования о том, что после шока ужесточения ДКП на 100 базисных пунктов (б.п.) расходы на исследования и разработки снижаются примерно на 1–3%, а венчурные инвестиции — примерно на 25% в течение следующих 1–3 лет. Патентование важных технологий, а также совокупный индекс инноваций, основанный на патентах, снижаются до 9% в течение следующих 2–4 лет. Эти данные говорят о том, что выпуск может снизиться на 1% еще через 5 лет. ДКП может влиять на инновационную деятельность, изменяя совокупный спрос и, соответственно, рентабельность инноваций, а также условия финансового рынка. Выводы ученых свидетельствуют, что ДКП воздействует на производительный потенциал экономики в долгосрочной перспективе, помимо общепризнанного краткосрочного влияния на экономические результаты.

¹⁹ Расчеты автора по данным Статистических бюллетеней Банка России и Росстата за соответствующие годы

²⁰ URL: http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analytics/soln/20250915.pdf

6. В этом контексте не совсем понятно, насколько контрциклична денежно-кредитная политика регулятора. В зрелых экономических системах он поднимает процентные ставки при ускоренном росте экономики для того, чтобы снизить спрос, не допустить перепроизводства товаров и продлить таким образом стадию подъема экономики. Как отмечалось выше, в России не наблюдается ни перепроизводства, ни повышенного спроса, т.е. основания для противодействия восходящей фазе экономического цикла отсутствуют.

Представляется, что действия Банка России во многом соответствуют правилу Тейлора [14], согласно которому рекомендуется повышать ставку при инфляции выше ее целевого уровня и при увеличении ВВП выше темпа роста экономики, который регулятор определил как сбалансированный для функционирования в рамках ее «потенциала», и снижать, если инфляция ниже цели и рост ВВП — ниже оптимального. Однако существует и так называемое «целевое правило Тейлора», или «правило оптимальной таргетированной политики», подразумевающее агрессивное подавление инфляции, обусловленной спросом, и лишь слабое реагирование на инфляцию, обусловленную предложением. Уточненное правило было сформулировано по результатам анализа многолетней деятельности ФРС США, реакция которой процентной ставкой на инфляцию, обусловленную спросом, была примерно в четыре раза выше, чем на инфляцию, обусловленную предложением [15, р. 3]. Представляется разумным принять во внимание этот опыт, особенно при уточнении «сбалансированных» темпов роста российской экономики до более обоснованного уровня.

Учет указанных обстоятельств, истинных причин инфляции, а также содействие их устранению могли бы ускорить, а не замедлить развитие российской экономики. Так, если бы стоимость кредита приблизилась к уровню инфляции (в 2025 г. разница между уровнем инфляции и ключевой ставкой превышала 10 п.п.), у нефинансовых компаний появилось бы больше возможностей увеличить и обновить производственные мощности для последующего наращивания предложения.

7. Ориентированные на подавление спроса усилия регулятора по снижению инфляции до уровня около цели были успешными в некризисные годы только в 2016–2019 гг., а во все остальные последние 20 лет жесткая ДКП не приводила к желаемому результату. Эти данные заставляют предположить, что

источником инфляции в РФ является не излишний спрос, физический объем которого практически стагнировал в 2014–2023 гг.²¹, а главным образом — недостаток предложения, влияние девальвации рубля на внутренние цены на импортные товары и другие факторы [16]. При этом предложение инстинктивно росло, пытаясь выровняться со спросом, но темпы его увеличения сдерживала ДКП и слабые возможности по привлечению средств на рынках капиталов (долгового и акционерного). В странах с развитыми финансовыми рынками небанковское кредитование занимает очень существенную долю в долговом финансировании экономики: так, в США оно составляет 2/3 объема кредитования нефинансовых организаций, во Франции — больше 50%, а в РФ — только 19% (см. таблицу).

Следовательно, становится очевидной целесообразность корректировки ДКП не только в плане ограничений, но и предоставления экономике больших возможностей для расширения и повышения качества предложения, которое обеспечивается прежде всего современным оборудованием. Л. Форнаро и М. Вольф в этой связи отмечают, что ужесточение денежно-кредитной политики может вызывать падение производительности и рост (а не сокращение) инфляции в среднесрочной перспективе [11, р. 19].

8. Промышленные компании для заполнения освободившихся товарных ниш предпринимали в последние годы усилия по укреплению своего производственного потенциала: прирост индекса физического объема инвестиций в основной капитал в 2022–2024 гг. был в 1,34 раза выше, чем в 2019–2021 гг. (1,08)²². Годовые инвестиции в основной капитал нефинансовых компаний увеличились с 14,7 трлн руб. в 2019 г. до 32,1 трлн руб. в 2024 г. И хотя капиталовложения в обновление машин и оборудования выросли в этот период с 7,1 до 13,9 трлн руб., их доля в инвестициях в основной капитал уменьшилась с 50,4% (пика) в 2019 г. до 43,3% в 2024 г. Удельный вес импорта инвестиционных товаров в общих вложениях в машины и оборудование в этот период находился в диапазоне 31,7–45,2%. Доля собственных средств в источниках финансирования указанных инвестиций составляла 53,1–56,7%, удельный вес заемных ресурсов (банковские креди-

²¹ Росстат. Индекс физического объема оборота розничной торговли по Российской Федерации, в % к предыдущему году (в сопоставимых ценах).

²² Рассчитано автором на базе данных Росстата «Индекс физического объема инвестиций в основной капитал (в сопоставимых ценах; в процентах к предыдущему году)».

Таблица / Table

Долговое финансирование частным нефинансовым организациям по состоянию на 01.04.2025 г. (млрд долл. США) / Debt Financing to Private Non-Financial Institutions as of 01.04.2025 (US\$ billion)

Показатель / Страна	ФРГ	Великобритания	Китай	США	Япония	Франция	РФ
Общие кредиты	6533	5069	37 945	41 936	7421	6827	1242
Кредиты только от банков	3497	2780	37 453	13 118	4997	3186	1010
Доля банковских кредитов, %	54%	55%	99%	31%	67%	47%	81%

Источник: составлено автором / compiled by the author.

ты и ссуды с рынка капитала) вырос с 14,8 до 21,2%, но доля кредитов увеличилась незначительно: с 9,9 до 12,3%²³.

В этой связи необходимо отметить: несмотря на то, что собственные средства предприятий устойчиво обеспечивают более половины финансирования указанных инвестиций, роль заемных ресурсов существенна и растет, так как без них компании не могут реализовать свой проект надлежащим образом в ускоренном порядке, как того требует ситуация со спросом. В значительной мере это происходит потому, что, помимо средств на закупку капитального оборудования, необходимо, как правило, существенное пополнение оборотного капитала. Повышенная стоимость банковского кредита, которая отражается и на стоимости небанковского долгового финансирования, ограничивает возможность его использования даже тем предприятиям, которым он финансово доступен, что негативно влияет на темпы модернизации российской экономики.

9. Регулятор подсчитал, что в последние пять лет расходы на кредиты в среднем не превышали 5% себестоимости, обосновывая этим незначительность кредитных расходов для корпоративных заемщиков, несмотря на высокую процентную ставку²⁴. Было бы странно, если бы такие расходы превышали основные затраты на сырье, материалы, компонен-

ты, заработную плату, коммунальные услуги и т.п. для нормально действующих предприятий. С другой стороны, важность кредита определяется его способностью пополнить недостаток в оборотном капитале и устранить нехватку средств в текущем денежном потоке, которые необходимы для расширения производства, повышения его эффективности и качества готовой продукции. Значимость кредита состоит не в том, какую долю он занимает в себестоимости, а в создании возможностей по повышению совокупной факторной производительности отдельного предприятия и экономики в целом, под которой подразумевается повышение эффективности использования существующих ресурсов (на важность чего обращает внимание и регулятор).

Не менее корректно отметить, что наличие несовременного оборудования оставляет бизнес в прежней парадигме устаревших технологий, которую можно преодолеть только с помощью радикального обновления производственных мощностей, что, как показано выше, и стремятся сделать многие промышленные компании. Поскольку финансирование модернизации оборудования, наряду с использованием собственных средств, связано с необходимостью привлечения банковского кредита, Ф.С. Картаев и А.К. Герелишина отмечают, что «негативный шок ДКП снижает объем производства и временно замедляет рост совокупной факторной производительности (СФП). В свою очередь, замедление роста СФП приводит к постоянному снижению уровня производства и капитала» [17, с. 10]. П. Герен показывает, что неожиданное ужесточение денежно-кредитной политики на 100

²³ Рассчитано автором на базе данных Росстата об объемах и структуре инвестиций в нефинансовые активы в РФ, об инвестициях в основной капитал в РФ по видам основных фондов, об инвестициях в основной капитал в РФ по источникам, а также Статистического бюллетеня Банка России.

²⁴ URL: <https://cbr.ru/press/event/?id=23377>

б.п. приводит к снижению СФП на 112% в течение 6 лет и обнаруживает доказательства того, что шоки ДКП негативно сказываются на инвестициях компаний в нематериальные активы, т.е. на развитии технологий, что свидетельствует о влиянии ДКП на производительность через механизм кредитной трансмиссии [18].

Н. Ренжи и Дж. Берн, исследовав компании из 32 стран с формирующимися рынками (включая РФ с удельным весом 38,8% в общем объеме), в целом подтверждают выводы П. Герена о том, что после шока, связанного с ужесточением денежно-кредитной политики на 100 б.п., производительность компаний значительно и устойчиво снижается, а негативный эффект сохраняется как минимум 4 года, в то время как экспансионистские шоки той же величины не приводят к сопоставимому росту по крайней мере в течение первых двух лет [19]. Эта асимметрия подчеркивает необратимость снижения производительности, вызванной ужесточением ДКП, и предполагает, что ослабление финансовых барьеров не способно полностью компенсировать ущерб, вызванный предыдущими шоками подобной денежно-кредитной политики. При этом, по данным исследования, компании, существующие менее 25 лет (которых в России большинство), демонстрируют более значительное и устойчивое снижение СФП после ужесточения ДКП, с пиковым эффектом приблизительно –3,1%, что похоже на реакции компаний с высокими финансовыми ограничениями. Напротив, у более старых компаний — меньшее и краткосрочное снижение СФП.

ВЫВОДЫ

Регулятор признает наличие дисбаланса между спросом и предложением, но настраивает денежно-кредитную политику преимущественно на управление спросом для достижения целевого уровня инфляции, что характерно для экономик с избытком предложения. В современных условиях в разработке и реализации ДКП целесообразно учитывать недостаток предложения от отечественных производителей и существующие ограничения по импорту технологически сложных компонентов и материалов, а также уход иностранных производителей продукции.

Практика показала слабую реакцию инфляции на высокую процентную ставку, что позволяет предположить связь роста цен в первую очередь с недостатком востребованной внутренним рынком продукции и ее высокой стоимостью. Одновременно повышенная ставка ограничивает возможности российских предприятий по увеличению и модернизации своих производственных мощностей. Следовательно, возможно стоит изменить подход к регулированию экономики путем снижения ключевой ставки до уровня, близкого к фактической инфляции, — это повысит шансы предприятий воспользоваться банковским кредитом для насыщения рынка качественной отечественной продукцией и, в свою очередь, повысит темпы роста экономики, увеличит ее технологический уровень, уменьшит дисбаланс со спросом и положительно отразится на уровне инфляции.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. Юдаева К.В. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации. *Вопросы экономики*. 2014;(9):4-12. DOI: 10.32609/0042-8736-2014-9-4-12
Yudaeva K. On the opportunities, targets and mechanisms of monetary policy under the current conditions. *Voprosy ekonomiki*. 2014;(9):4-12. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042-8736-2014-9-4-12
2. Тулин Д.В. В поисках сеньоража, или легких путей к процветанию (обзор полемики вокруг политики Банка России). *Деньги и кредит*. 2014;(12):6-16.
Tulin D. Searching for seigniorage, or easy paths to prosperity (review of debates on Bank of Russia policy). *Den'gi i kredit = Russian Journal of Money and Finance*. 2014;(12):6-16. (In Russ.).
3. Jones B.F., Olken B.A. The anatomy of start-stop growth. NBER Working Paper. 2005;(11528). URL: <http://www.nber.org/papers/w11528>
4. Поршаков А., Синяков А. Оценки равновесной процентной ставки для России: полезна ли «навигация по звездам»? *Деньги и кредит*. 2019;78(4):3-47. DOI: 10.31477/rjmf.201904.03
Porshakov A., Sinyakov A. Estimates of the natural rate of interest for Russia: Is 'navigating by the stars' useful? *Den'gi i kredit = Russian Journal of Money and Finance*. 2019;78(4):3-47. (In Russ.). DOI: 10.31477/rjmf.201904.03
5. Маевский В.И. О базовых предпосылках не-нейтральности денег в экономической теории. *Журнал институциональных исследований*. 2021;13(1):6-19. DOI: 10.17835/2076-6297.2021.13.1.006-019

- Maevsky V.I. On the basic preconditions of non-neutrality of money in economic theory. *Zhurnal institutsional'nykh issledovanii = Journal of Institutional Studies*. 2021;13(1):6-19. (In Russ.). DOI: 10.17835/2076-6297.2021.13.1.006-019
6. Маевский В.И., Малков С.Ю., Рубинштейн А.А. Анализ связи между эмиссией, инфляцией и экономическим ростом с помощью модели переключающегося режима воспроизводства. *Вопросы экономики*. 2019;(8):45-66. DOI: 10.32609/0042-8736-2019-8-45-66
 Mayevsky V.I., Malkov S.Yu., Rubinstein A.A. Analysis of the relationship between issuing money, inflation and economic growth with the help of the SMR-model. *Voprosy ekonomiki*. 2019;(8):45-66. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042-8736-2019-8-45-66
 7. Маевский В.И., Малков С.Ю., Рубинштейн А.А., Красильникова Е.В. Об одном направлении развития мезоэкономической теории. *Журнал институциональных исследований*. 2019;11(3):21-38. DOI: 10.17835/2076-6297.2019.11.3.021-038
 Maevsky V.I., Malkov S.Yu., Rubinstein A.A., Krasilnikova E.V. On one direction of development of the mesoeconomics. *Zhurnal institutsional'nykh issledovanii = Journal of Institutional Studies*. 2019;11(3):21-38. (In Russ.). DOI: 10.17835/2076-6297.2019.11.3.021-038
 8. Малков С.Ю., Рубинштейн А.А. Модель переключающегося режима воспроизводства с непрерывным множеством производственных подсистем в условиях сбалансированного роста. *Компьютерные исследования и моделирование*. 2025;17(3):501-519. DOI: 10.20537/2076-7633-2025-17-3-501-519
 Malkov S.Yu., Rubinstein A.A. The model of switching mode of reproduction with a continuous set of production subsystems under the conditions of balanced growth. *Komp'yuternye issledovaniya i modelirovanie = Computer Research and Modeling*. 2025;17(3):501-519. (In Russ.). DOI: 10.20537/2076-7633-2025-17-3-501-519
 9. Romer C., Romer D. A new measure of monetary shocks: Derivation and implications. NBER Working Paper. 2003;(9866). URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w9866/w9866.pdf
 10. Barmes D., Claeys I., Dikau S., Pereira da Silva L.A. The case for adaptive inflation targeting: Monetary policy in a hot and volatile world. London: Centre for Economic Transition Expertise (CETEx); 2024. 44 p. URL: <https://eprints.lse.ac.uk/129331/1/The-case-for-adaptive-inflation-targeting.pdf>
 11. Fornaro L., Wolf M. The scars of supply shocks: Implications for monetary policy. *Journal of Monetary Economics*. 2023;140: S18-S36. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2023.04.003
 12. Boocker S., Ng M., Wessel D. What is the neutral rate of interest? The Brookings Institution. October 3, 2023. URL: <https://www.brookings.edu/articles/the-hutchins-center-explains-the-neutral-rate-of-interest/>
 13. Ma Yu., Zimmermann K. Monetary policy and innovation. NBER Working Paper. 2023;(31698). URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w31698/w31698.pdf
 14. Taylor J.B. Discretion versus policy rules in practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 1993;39:195-214. DOI: 10.1016/0167-2231(93)90009-L
 15. Hofmann B., Manea C., Mojon B. Targeted Taylor rules: Some evidence and theory. BIS Working Papers. 2024;(1234). URL: <https://www.bis.org/publ/work1234.pdf> (accessed on 12.01.2025).
 16. Смирнов В.Д. В поиске эффективного решения управления инфляцией. *Современная конкуренция*. 2025;19(1):122-140. DOI: 10.37791/2687-0657-2025-19-1-122-140
 Smirnov V.D. In search of an effective solution to inflation management. *Sovremennaya konkurentsia = Journal of Modern Competition*. 2025;19(1):122-140. (In Russ.). DOI: 10.37791/2687-0657-2025-19-1-122-140
 17. Картаев Ф.С., Герелишина А.К. Долгосрочная нейтральность денег: наблюдается ли она в России? *Экономическая политика*. 2025;20(1):6-29. DOI: 10.18288/1994-5124-2025-1-6-29
 Kartaev Ph., Gerelishina A. Is there long-run monetary neutrality in Russia? *Ekonomicheskaya politika = Economic Politics*. 2025;20(1):6-29. (In Russ.). DOI: 10.18288/1994-5124-2025-1-6-29
 18. Guérin P. What are the effects of monetary policy on productivity? *Economics Letters*. 2023;233:111440. DOI: 10.1016/j.econlet.2023.111440
 19. Renzhi N., Beirne J. Monetary policy and corporate productivity in emerging markets. ADB Economics Working Paper Series. 2025;(793). DOI: 10.22617/WPS250281-2

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



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

Vladimir D. Smirnov — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Department of World Economy and World Finance, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation

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

vdsmirnov@fa.ru

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта. интересов.

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

Статья поступила 23.09.2025; после рецензирования 10.10.2025; принята к публикации 11.11.2025.

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was received on 23.09.2025; revised on 10.10.2026 and accepted for publication on 11.11.2025.

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