

Эконометрическая оценка влияния денежно-кредитной политики на долговую нагрузку российских компаний в отраслевом разрезе

Заявка № 1302444

Долговая нагрузка (ДН) является интегральным показателем, на все компоненты которого (ставка, выпуск, задолженность) шок денежно-кредитной политики (ДКП) может влиять с разными знаками. Отраслевая реакция ДН в ответ на шок ДКП может быть гетерогенной, так как сектора экономики обладают различными бизнес-процессами, эластичностью спроса на кредиты, кроме того, разумно ожидать, что ДКП влияет на отраслевой выпуск неоднородно. В работе [2] выявлен уровень ДН компании в 16,6%, свыше которого вероятность потери финансовой устойчивости значительно увеличивается. Таким образом, ДКП может влиять на финансовую стабильность компании и как следствие на реальную экономику через канал ДН, что необходимо учитывать при проведении оптимальной макроэкономической политики. Автору не известны академические работы, в которых бы эмпирически оценивалось воздействие на реальный сектор экономики через канал ДН.

В исследовании оценено влияние шока ДКП на ДН компании в разрезе отраслей, построена декомпозиция накопленного отклика ДН и проанализированы главные источники различий отклика темпа прироста ДН. Импульсные отклики имеют схожую тенденцию: наблюдается положительная мгновенная реакция ДН, затем функция отклика убывает. На горизонте 36 месяцев графики в различных сценариях демонстрируют асимптотическую сходимость к одному уровню в каждой из отраслей, что объясняется стремлением отклика процентной ставки к нулю в долгосрочной перспективе.

Для расчета ДН в работе использовалось три способа, при допущении, что средний срок погашения долга не меняется.

- Жесткий сценарий – весь долг получен по плавающей ставке;
- Базовый сценарий – 45% долга [1] получено по плавающей ставке (предполагается, что доля кредитов с плавающей ставкой не меняется во времени);
- Мягкий сценарий – весь долг получен по фиксированной ставке.

В работе оценивается BVAR-модель с 7 переменными (ставка, инфляция, индекс производства по виду экономической деятельности, индекс выпуска товаров и услуг, величина (совокупной и старой) задолженности по отрасли и цены на нефть в качестве экзогенной переменной). Проанализировано 7 отраслей: добыча полезных ископаемых (min), обрабатывающее производство (man), строительство (con), сельское хозяйство (agr), производство и распределение электроэнергии, воды и газа (en), оптовая торговля (sail), транспорт и связь (tr). Шок ДКП идентифицируется на основе знаковых ограничений. Импульсный отклик темпа прироста ДН рассчитан на основе бутстрапированных импульсных откликов компонент, входящих в нее.

Согласно Рисунку, шок ДКП оказывает положительное мгновенное влияние на ДН в секторах добычи полезных ископаемых, обрабатывающего производства, транспорта и связи, оптовой торговли. При этом мгновенный эффект максимален в отрасли добычи полезных ископаемых: при изменении ставки на 10 п.п. рост ДН равен 1,41 п.п. В долгосрочной перспективе уровень ДН уменьшается, например, при изменении ставки на 10 п.п. уровень ДН в отрасли транспорт и связь сокращается на 2,89 п.п. через 3 года.

Для объяснения гетерогенной отраслевой реакции на шок ДКП была построена декомпозиция накопленного отклика ДН в ответ на шок ДКП. В ходе анализа выявлено,

что основными источниками различий выступают изменения уровня новых кредитов и выпуска. В секторах добычи полезных ископаемых, транспорта и связи в ответ на шок ДКП мгновенно преобладает сокращение выпуска по сравнению с кредитованием. В обрабатывающем производстве, сельском хозяйстве, строительстве, оптовой торговле, производстве и распределении электроэнергии, газа и воды, мгновенно сильнее сокращается кредитование по сравнению с выпуском. Через 3 года по всем отраслям наблюдается противоположная ситуация.

Таким образом, положительный мгновенный эффект от шока ДКП на уровень ДН отмечается в 4 отраслях из 7. Изменение уровня ДН более 1 п.п. происходит только при шоках ДКП, связанных со значительным увеличением ставки в среднем более чем 10 п.п. Кроме того, спустя 6 месяцев эффект становится незначимым, исключением является производство электроэнергии, воды и газа. В этой отрасли изменение уровня ДН в ответ на шок ДКП в среднесрочной и долгосрочной перспективах отрицательное, что может быть объяснено сравнительно высокой эластичностью спроса на кредиты и сравнительно низкой чувствительностью отраслевого выпуска к снижению агрегированного спроса. В результате, для некоторых отраслей можно говорить о статистической значимости канала ДН, однако экономическая значимость этого канала остается предметом дискуссии.

Основные выводы исследования подчеркивают необходимость дальнейшего развития модельного аппарата для описания структуры трансмиссионного механизма ДКП с целью обеспечения более эффективной макроэкономической политики.

Источники и литература

- 1) Аналитический обзор центрального банка. Банковский сектор. III квартал 2023.
- 2) Донец С. А., Могилат А. Н. Кредитование и финансовая устойчивость российских промышленных компаний: микроэкономические аспекты анализа. // Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. 2016. No 16.

Иллюстрации

t	scenario	Δi	min	man	en	agr	con	tr	sail
01.07.2023	base	0 п.п.	23,90	24,71	13,84	26,47	11,46	15,01	12,56
Моментально	base	5 п.п.	0,71	0,66	-0,01	0,37	0,27	0,55	0,44
	base	10 п.п.	1,41	1,32	-0,02	0,74	0,55	1,09	0,88
	base	15 п.п.	2,12	1,98	-0,03	1,11	0,82	1,64	1,33
Через 6 месяцев	base	5 п.п.	-0,15	-0,21	-1,11	-1,18	-0,81	-0,12	-0,64
	base	10 п.п.	-0,3	-0,43	-2,23	-2,35	-1,61	-0,25	-1,28
	base	15 п.п.	-0,44	-0,64	-3,34	-3,53	-2,42	-0,37	-1,92
Через 1 год	base	5 п.п.	-0,42	-0,34	-1,34	-1,4	-0,9	-0,37	-0,74
	base	10 п.п.	-0,83	-0,68	-2,69	-2,79	-1,8	-0,75	-1,49
	base	15 п.п.	-1,25	-1,02	-4,03	-4,19	-2,71	-1,12	-2,23
Через 2 года	base	5 п.п.	-0,55	-0,5	-1,43	-1,45	-0,93	-0,52	-0,81
	base	10 п.п.	-1,1	-1	-2,85	-2,9	-1,87	-1,04	-1,62
	base	15 п.п.	-1,65	-1,5	-4,28	-4,35	-2,8	-1,56	-2,43
Через 3 года	base	5 п.п.	-0,65	-0,54	-1,45	-1,57	-0,95	-0,56	-0,81
	base	10 п.п.	-1,31	-1,08	-2,89	-3,15	-1,89	-1,11	-1,62
	base	15 п.п.	-1,96	-1,61	-4,34	-4,72	-2,84	-1,67	-2,43

Рис. : Последнее значение уровня ДН и ее изменение согласно базовому сценарию при мгновенном изменении ставки на 5, 10, 15 п.п. вследствие шока ДКП. Жирным шрифтом выделено значимое/погранично значимое изменение уровня ДН.