



Банк России

Центральный банк Российской Федерации

**Отраслевые особенности
долгового финансирования
в России и уязвимость
к финансовым шокам**

**Аналитическая записка
Департамента исследований
и прогнозирования
Банка России**

Август 2018

© Центральный банк Российской Федерации, 2018

Адрес 107016, Москва, ул. Неглинная, 12
Телефоны +7 495 771-91-00, +7 495 621-64-65 (факс)
Сайт www.cbr.ru

Все права защищены. Содержание настоящей записки выражает личную позицию авторов и может не совпадать с официальной позицией Банка России. Банк России не несет ответственности за содержание записки. Любое воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.

Отрасли, которым необходимы значительные оборотные активы по отношению к выручке, в целом более чувствительны к изменению доступности долгового финансирования. Это делает такие отрасли более уязвимыми к финансовым кризисам, как правило, резко сужающим возможности долгового финансирования.

В России таких отраслей много, а их роль в экономике более значима по сравнению с европейскими странами. Среди отраслей, которые, вероятно, наиболее уязвимы к финансовым шокам: строительство, операции с недвижимостью, сельское хозяйство и некоторые обрабатывающие производства.

В силу этих особенностей финансовые шоки могут сильнее сказаться на российской экономике, чем на европейской. Поэтому поддержание финансовой стабильности требует особенно тщательного мониторинга и анализа ситуации в данных отраслях.

Существуют веские основания полагать, что отраслевая структура экономики влияет на характер взаимосвязи между показателями реального и финансового секторов. В частности, огромный пласт экономических исследований приводит к выводу о том, что зависимые от долгового финансирования отрасли хуже переносят неблагоприятные фазы кредитного цикла (Braun и Larrain, 2005; Kroszner et al., 2007; Dell’Ariccia et al., 2008; Abiad et al., 2011).

В качестве показателей, характеризующих чувствительность экономики к доступности долгового финансирования, могут рассматриваться некоторые балансовые показатели нефинансовых компаний (см., например, Raddatz, 2006). В первую очередь, это отношение товарно-материальных запасов к выручке. Высокое значение данного показателя обычно обуславливается особенностями производственного цикла и свидетельствует о значительной потребности в инвестициях в товарно-материальные запасы, которые не могут быть профинансированы за счет текущей выручки. Допустив, что финансовые активы на счетах нефинансовых компаний также представляют собой необходимые для их функционирования оборотные сред-

ства¹, в качестве показателя зависимости от долгового финансирования можно рассмотреть отношение всех оборотных активов к выручке. Действительно, результаты эмпирического анализа подтверждают релевантность этих показателей для выявления различий в чувствительности европейских экономик к финансовым шокам².

Сопоставим показатели зависимости от долгового финансирования в России и ряде европейских стран³. Рассмотрим вариацию показателей зависимости от долгового финансирования между отраслями⁴. В российской экономике межотраслевая неоднородность по данным показателям высока (Рисунок 1, Рисунок 2). Так, максимальные показатели отношения оборотных активов к выручке и отношения товарно-материальных запасов к выручке выявлены в сельском хозяйстве (А), операциях с недвижимостью (L), предоставлении услуг (M, S), строительстве (F) и в некоторых подотраслях обрабатывающей промышленности (фармацевтике (C21), производстве компьютеров и электронных изделий (C26), машин и оборудования (C28). Наименее зависимыми от долгового финансирования являются оптовая и розничная торговля (G), транспортировка и хранение (H), здравоохранение (Q), обеспечение электроэнергией, газом и водоснабжение (D, E).

Наблюдаемая неоднородность характерна не только для России. Схожая вариация между отраслями по уровню долговой зависимости присутствует и в европейских странах. На Рисунках 1 и 2 видно, что средние уровни балансовых показателей, рассчитанные по российским данным, незначительно отклоняются от среднего уровня соответствующих показателей по 10 европейским странам практически для всех отраслей. Исключение представляют операции с недвижимым имуществом (L), предоставление прочих услуг (S), строительство (F) и сельское хозяйство (A), показатели долговой зависимости для которых значительно превосходят европейский уровень. Также стоит отметить производство кокса и нефтепродуктов (C19). В этой отрасли отношение оборотных активов к выручке, рассчитанное по

¹ Для обсуждения взаимосвязи между отраслевыми факторами и денежными средствами на корпоративных счетах см.: Subramaniam et al. (2011) и Bigelli и Sánchez-Vidal (2012).

² Пономаренко А., Рожкова А., Селезнев С. Макрофинансовые взаимосвязи: роль зависимости от долгового финансирования // Серия докладов об экономических исследованиях Банка России. 2017. № 24.

³ Используются данные по 10 европейским странам (перечислены на Рисунке 3) в среднем за 2000–2014 годы. Источником данных по европейским странам является база данных WACH (подробнее см.: Пономаренко А., Рожкова А., Селезнев С., 2017). Для России используются средние значения за 2014–2016 гг., источником данных является база данных годовой бухгалтерской отчетности предприятий, предоставляемая Росстатом Банку России.

⁴ Расшифровка кода ОКВЭД 2, используемого на Рисунках 1 и 2, приводится в Приложении.

российским данным, в 2,5 раза превосходит средний уровень по европейским странам из выборки, хотя и попадает в диапазон значений по европейским странам.

Рисунок 1. Отношение товарно-материальных запасов к выручке в России и европейских странах (медiana и диапазон значений), %

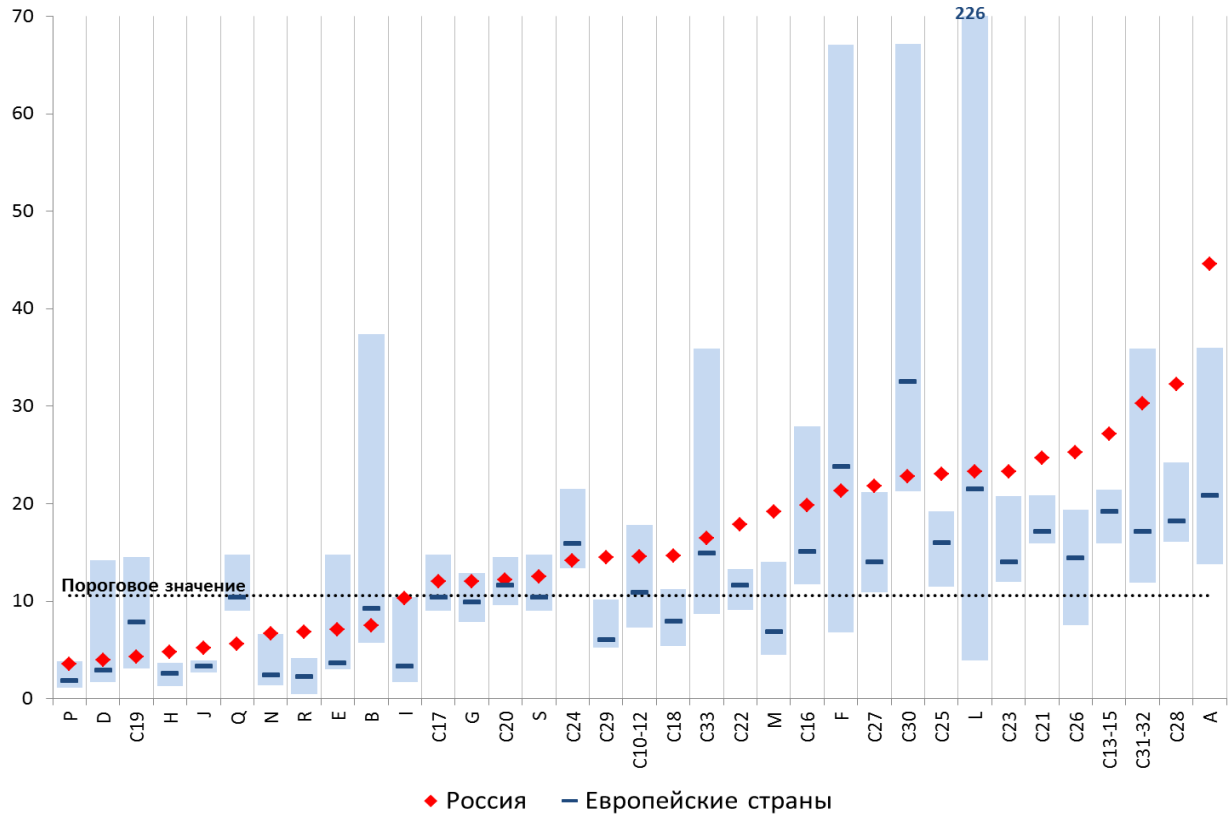
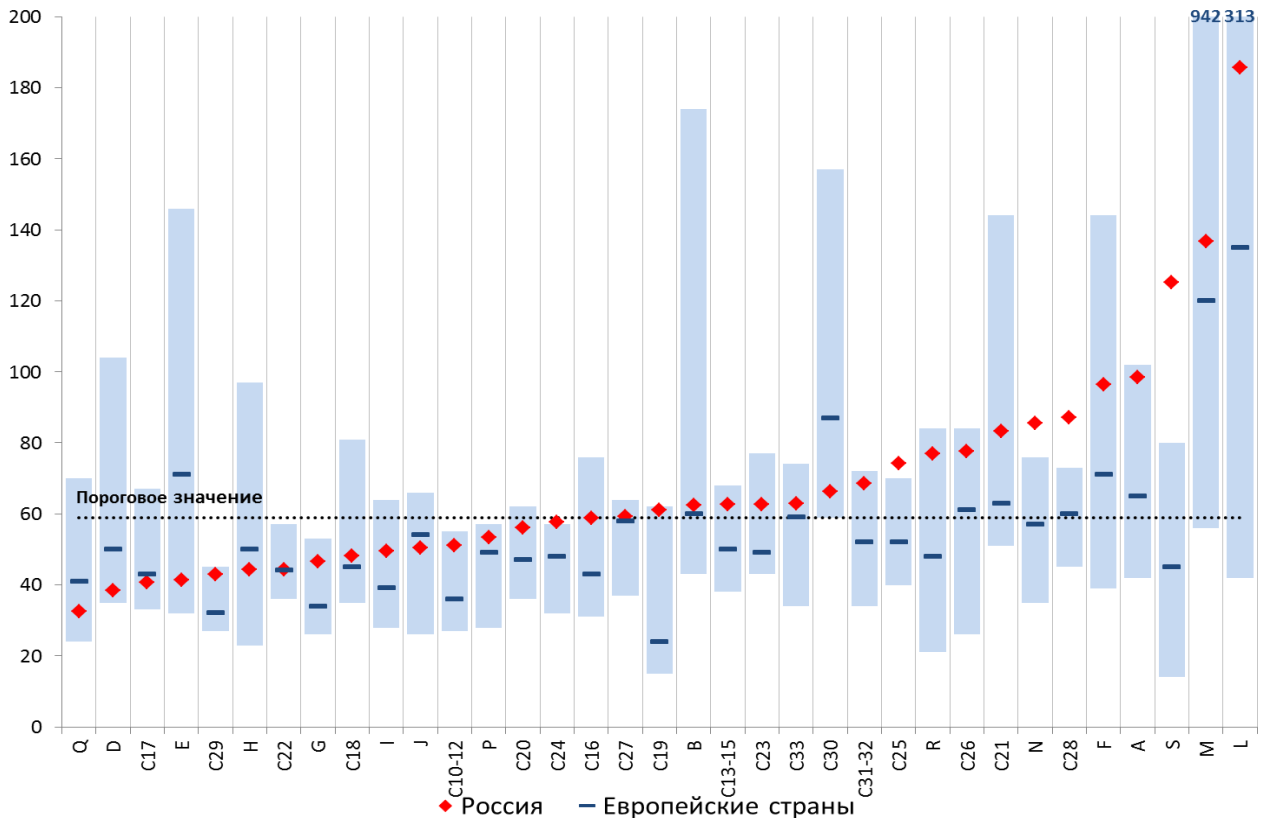


Рисунок 2. Отношение оборотных активов к выручке в России и европейских странах (медiana и диапазон значений), %



Важно отметить, что в большинстве отраслей оба показателя зависимости от долгового финансирования превысили пороговые значения (Рисунок 1, Рисунок 2)⁵.

При этом необходимо отметить, что превышение показателями долгового финансирования пороговых и европейских уровней или, наоборот, недостижение данных уровней является лишь характеристикой отраслевых особенностей, которую нельзя автоматически интерпретировать как свидетельство будущих долговых проблем (или их отсутствия) в той или иной отрасли. Так, например, оптовая и розничная торговля (G) в России не выглядит существенно более зависимой от долгового финансирования, чем в европейских странах. В этой отрасли пороговое значение превышено лишь по первому показателю (и то незначительно). Вместе с тем, данная отрасль обычно сталкивается с существенными финансовыми проблемами в периоды циклического снижения спроса, когда выручка падает. Еще один пример – производство кокса и нефтепродуктов (C19). В России большинство нефтеперерабатывающих заводов входит в состав вертикально-интегрированных нефтяных компаний (ВИНК). Такая интегрированность повышает устойчивость отрасли к финансовым шокам при прочих равных условиях.

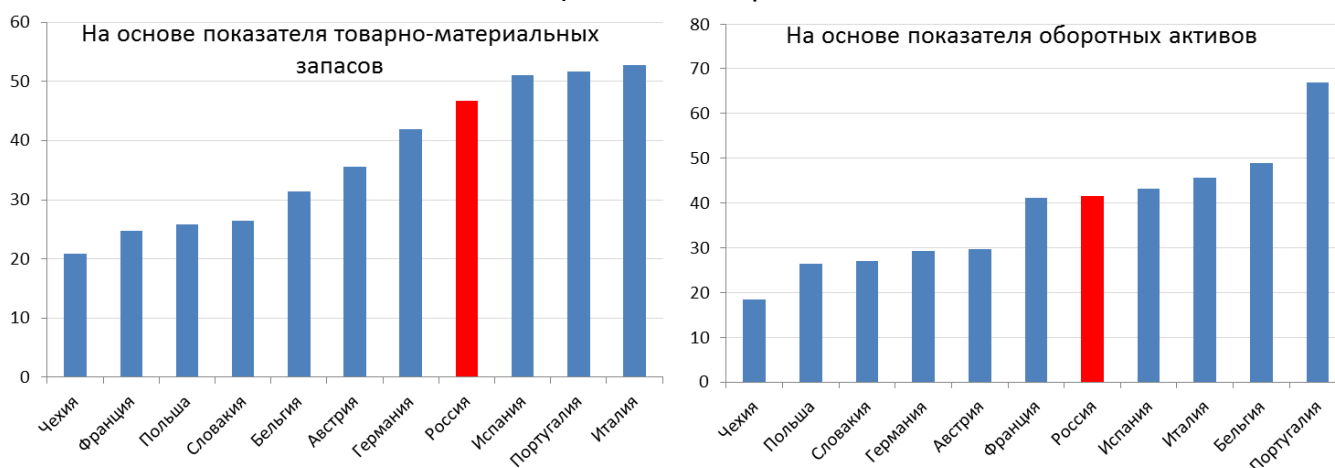
В качестве агрегированного индикатора зависимости экономики от долгового финансирования можно рассмотреть отношение добавленной стоимости, произве-

⁵ Данные пороговые значения были определены в работе Пономаренко А., Рожковой А. и Селезнева С. (2017).

денной в отраслях с высокой зависимостью от долгового финансирования, к ВВП. В качестве таких отраслей рассматривались те отрасли, где соответствующие балансовые индикаторы превышали пороговое значение. Результаты сопоставления агрегированных индикаторов⁶ представлены на Рисунке 3. Можно отметить, что доля отраслей с сильной зависимостью от долгового финансирования в экономике России значительна. Она сопоставима с показателями европейских стран, в наибольшей степени пострадавших от последствий финансового кризиса 2008 г. в силу высокой закредитованности экономики (Испания, Италия и Португалия).

В силу отмеченных отраслевых особенностей финансовые шоки могут сильнее сказаться на российской экономике, чем на европейской. Поэтому поддержание финансовой стабильности требует особенно тщательного мониторинга и анализа ситуации в отраслях, наиболее зависящих от долгового финансирования.

Рисунок 3. Агрегированный индикатор зависимости от долгового финансирования в России и европейских странах, %



⁶ Для России рассчитывался усредненный показатель за 2016–2017 гг., для европейских стран – за 2000–2014 годы.

Литература

Abiad A., Dell’Ariccia G., Li B. Creditless Recoveries // IMF Working Paper. 2011. WP/11/58.

Bigelli M., Sánchez-Vidal J. Cash holdings in private firms // Journal of Banking & Finance. 2012. No. 36. Pp. 26–35.

Braun M., Larrain B. Finance and the Business Cycle: International, Inter-Industry Evidence // Journal of Finance. 2005. No. 15(3). Pp. 1097–128.

Dell’Ariccia G., Detragiache E., Rajan R. The Real Effect of Banking Crises // Journal of Financial Intermediation. 2008. No. 17(1). Pp. 89–112.

Kroszner R., Laeven L., Klingebiel D. Banking Crises, Financial Dependence and Growth // Journal of Financial Economics. 2007. No. 84. Pp. 187–228.

Subramaniam V., Tang T.T., Yue H., Zhou X. Firm structure and corporate cash holdings // Journal of Corporate Finance. 2011. No. 17. Pp. 759–773.

Пономаренко А., Рожкова А., Селезнев С. Макрофинансовые взаимосвязи: роль зависимости от долгового финансирования // Серия докладов об экономических исследованиях Банка России. 2017. № 24.

Приложение

Код ОКВЭД	Вид экономической деятельности
A	Сельское и лесное хозяйство, рыболовство
B	Добыча полезных ископаемых
C10–12	Производство пищевых продуктов, напитков и табачных изделий
C13–15	Производство текстильных изделий, одежды, кожи и сопутствующих товаров
C16	Производство древесины и изделий из дерева
C17	Производство бумаги и бумажных изделий
C18	Деятельность полиграфическая и копирование носителей информации
C19	Производство кокса и нефтепродуктов
C20	Производство химических веществ и химических продуктов
C21	Производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях
C22	Производство резиновых и пластмассовых изделий
C23	Производство прочей неметаллической минеральной продукции
C24	Производство металлургическое
C25	Производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования
C26	Производство компьютеров, электронных и оптических изделий
C27	Производство электрического оборудования
C28	Производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки
C29	Производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов
C30	Производство прочих транспортных средств и оборудования
C31–32	Другое производство
C33	Ремонт и монтаж машин и оборудования
D	Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха
E	Водоснабжение и др.
F	Строительство
G	Оптовая и розничная торговля и т.д.

H	Транспортировка и хранение
I	Деятельность гостиниц и предприятий общественного питания
J	Деятельность в области информации и связи
L	Деятельность по операциям с недвижимым имуществом
M	Деятельность профессиональная, научная и техническая
N	Деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги
P	Образование
Q	Деятельность в области здравоохранения и социальных услуг
R	Деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений
S	Предоставление прочих видов услуг

Департамент исследований и прогнозирования

Алексей Пономаренко

Светлана Попова

Департамент статистики и управления данными

Сергей Сабодаш