

## Анализ влияния ослабления рубля на отдельные виды деятельности в российской экономике

**А. В. Климовец,**

консультант, Департамент денежно-кредитной политики Банка России;

e-mail: kav18@mail.cbr.ru

В статье проводится расчет порогового значения обменного курса рубля, при котором рентабельность отдельных видов деятельности российской экономики становится нулевой. В развитие предыдущих работ на эту тему в расчете учитывается не только удорожание импортных комплектующих, но и эффект переноса курса на другие компоненты материальных затрат, а также рост рублевой выручки от экспортных операций. Анализ показывает, что ослабление рубля повышает уязвимость видов деятельности, ориентированных на производство товаров инвестиционного и потребительского спроса, что при прочих равных условиях приводит к упрощению структуры экономики.

The article describes a calculation of a set of threshold exchange rate values, which bring profitability of certain activities in Russian economy to a zero level. The calculation factors in not only price increases of imported components following the previous literature on the subject, but also exchange rate pass-through and increases in rouble denominated export revenues. The analysis reveals that rouble depreciation increases vulnerability of investment and consumer goods producers, which ceteris paribus induces simplification Russian economy structure.

*Ключевые слова:* обменный курс; ослабление национальной валюты; рентабельность; структура экономики.

*Key words:* exchange rate; national currency depreciation; profitability; economy structure.

Макроэкономическая теория предполагает, что укрепление национальной валюты подавляет внутренний и внешний спрос на товары, произведенные внутри страны, тогда как ослабление национальной валюты должно стимулировать внутреннее производство и экспорт в связи с появлением у внутренних производителей ценовых преимуществ над товарами, произведенными в других странах [1]. В связи с резким ослаблением рубля в IV квартале 2014 г. встал вопрос о том, как произошедшие изменения курса сказались на текущем состоянии и перспективах различных видов деятельности, а конкретнее, какие из видов деятельности наиболее уязвимы к ослаблению рубля, а какие, напротив, сохраняют устойчивость и возможности наращивания выпуска в краткосрочном и среднесрочном периоде.

Тема влияния курса на экономическую активность отдельных отраслей промышленности российской экономики достаточно широко охвачена в академической литературе. Работы Кадочникова [2] и Березинской [3] используют разные подходы для исследования (в первом случае разрабатывается теоретическая модель, подкрепляемая эмпирическим исследованием, во втором проводится эмпирическое исследование выпуска, импорта в зависимости от валютного курса), однако приходят к сходным выводам в отношении влияния ослабления рубля на экономику: в краткосрочном периоде ослабление рубля сказывается на выпуске большинства видов деятельности в основном негативно, в среднесрочном периоде влияние может быть положительным при условии

существенной структурной перестройки производственных цепочек, как правило, подразумевающих инвестиции в производство, что позволяет отечественным производителям товаров, в том числе промежуточных, составить конкуренцию импорту. Аналогичные выводы в части краткосрочного периода сделаны также и в «Докладе о денежно-кредитной политике» Банка России [4]. Основная часть литературы строит анализ вокруг выпуска отдельных отраслей под влиянием курсовой динамики, причем некоторые работы фокусируются на влиянии укрепления рубля (обзор литературы сделан в статье [5]), а другие – на ослаблении (обзор литературы сделан в статье [6]). Интерес представляет также анализ не самого выпуска, а одного из важнейших факторов его динамики – прибыли, характеризующей эффективность хозяйственной деятельности и служащей источником финансирования расширенного воспроизводства [7]. Целенаправленный анализ показателей прибыльности в контексте ослабления рубля делается только в статье [8]. В указанной работе предполагается, что при снижении номинального курса рубля вся прибыль до налогообложения того или иного вида деятельности пойдет на компенсацию удорожания импортных материалов (при этом считается, что изменение курса полностью переносится на цены импортного сырья и материалов), так что рентабельность по прибыли до налогообложения, вычисляемая как отношение прибыли до налогообложения к выручке, становится нулевой. Поэтому курс иностранной валюты, при котором вся прибыль до налогообложения расходуется на компенсацию удорожания

импортного сырья и комплектующих, называется в данной работе «курсом нулевой рентабельности». Отпускные цены, объемы выпуска, затраты, не связанные с покупкой импортных материалов, и стоимость импортных материалов в иностранной валюте считаются постоянными. Иными словами, в работе допускается, что влияние изменений в валютном курсе на рентабельность продукции осуществляется при падении курса рубля исключительно через рост рублевой стоимости импортных материалов. Влияние других факторов (импортозамещение, технологические сдвиги) в расчетах не учитывается. Методология данного исследования и была взята за основу в настоящей работе.

Среди ряда показателей прибыли (валовая прибыль, прибыль от продаж, прибыль до налогообложения, чистая прибыль) наиболее подходящим для целей анализа является показатель чистой прибыли, однако оперативные статистические данные имеются только по показателю прибыли до налогообложения, который из всех имеющихся показателей прибыли наиболее близок к показателю чистой прибыли (в 2013 г. прибыль до налогообложения превышала чистую прибыль на 32,9% по крупным и средним предприятиям, по полному кругу организаций – на 31%), поэтому для анализа использовался именно показатель прибыли до налогообложения. Уместность показателя прибыли в качестве критерия оценки краткосрочного и среднесрочного состояния предприятий определяется следующими соображениями:

- собственные средства организации, составляющие ее фонд потребления, формируются в том числе из нераспределенной прибыли [9],
- только виды деятельности с положительной рентабельностью способны привлекать достаточные кредитные ресурсы [10],
- источниками финансирования инвестиций в России являются собственные средства (т. е. капитал, резервы и нераспределенная прибыль) и средства кредитов, составляющие соответственно 48,1 и 15,7% в 2014 году.

Для ответа на вопрос исследования о том, создала ли курсовая динамика условия для наращивания выпуска в краткосрочном и среднесрочном периоде или, наоборот, сделала вид деятельности уязвимым, необходимо проверить верность следующих теоретических предпосылок:

#### 1. Внутренний рынок:

1.1. Снижение курса высвобождает внутренний спрос, ранее направленный на покупку импорта.

1.2. Прибыльность производства, ориентированного на внутренний рынок, не снижается при новом уровне курса.

#### 2. Внешний рынок:

2.1. Снижение курса не снижает прибыльность экспортных операций.

2.2. Возможности по ценовой конкуренции на внешнем рынке не уменьшаются.

Предпосылку 1.1. можно иначе сформулировать так: верно ли, что при снижении реального эффективного курса рубля импорт тех или иных товаров снижается в сопоставимой степени, т. е. что эластичность импорта по курсу сопоставима с 1 или превышает 1? Данная задача решена в [4]: для целого ряда видов деятельности в промышленности, ориентированных на потребительский и инвестиционный спрос, ответ на данный вопрос положительный (т. е.

при снижении реального эффективного курса рубля на 1% импорт этих товаров снижается на 1% или даже более).

Оценить предпосылки 1.2, 2.1 и 2.2 отдельно не представляется возможным ввиду того, что финансовые показатели деятельности, ориентированные на внутренний и внешний рынки, в финансовой и статистической отчетности не разделяются. Оценить верность этих предпосылок можно совместно, через вычисление итогового влияния операций на внешнем и внутреннем рынке на прибыль, для чего подход, предложенный в работе [8], модифицируется. В расчет дополнительно принимаются два фактора, имеющих разнонаправленное влияние на рентабельность:

- фактором понижения рентабельности служит перенос ослабления курса не только на стоимость импортного сырья, но и на общий уровень материальных затрат на отечественное сырье и труд (для этого предполагается, что общий уровень материальных затрат, которые предприятие несет в рублях, растет относительно уровня, наблюдаемого до ослабления, на определенную величину, что поднимает издержки и, соответственно, снижает рентабельность). Для целей исследования принята оценка коэффициента переноса курса на рублевые затраты на уровне 0,15, полученная в [11] для ИПЦ (эффект переноса ослабления курса на издержки не специально оценивался);
- фактором роста рентабельности служит прирост выручки от экспортных операций, обусловленный ослаблением рубля при постоянных экспортных ценах, номинированных в долларах США.

В качестве отправной точки анализа используются сведения о прибыли, структуре затрат, объеме экспорта и среднем значении курса рубля к доллару США за три квартала 2014 г., и вычисляются возможные последствия ослабления рубля. Для этого рассматриваются два фактора снижения рентабельности, а именно: перенос курса на импортные сырье и материалы и на остальные материальные затраты в рублях и один фактор роста рентабельности – повышение выручки от экспорта. В результате анализа определяется уровень номинального обменного курса рубля к доллару США, при котором фактор роста затрат перекрывает фактор роста выручки от экспорта и всю имеющуюся рентабельность бизнеса. Такой уровень курса можно интерпретировать как критический для того или иного вида деятельности, указывающий на то, при каком уровне номинального обменного курса в краткосрочном периоде у данного вида деятельности будет исчерпан весь «запас прочности» по прибыли до налогообложения, имеющийся при текущей организации операционной деятельности. Предполагается, что при достижении курсом уровня, соответствующего нулевой рентабельности того или иного вида деятельности, такой вид деятельности столкнется с существенными вызовами, требующими незамедлительной реакции, будь то повышение цен и/или меры по сокращению затрат.

Возможны ситуации, при которых значение курса, обнуляющего рентабельность в конкретном виде деятельности, не может быть найдено: это означает, что, снижения курса выручка от экспорта растет быстрее, чем затраты. Такие виды деятельности, по логике данного анализа, работают без существенного роста рисков и возникно-

вления необходимости перестраивать свои операции при ослаблении рубля до любого уровня.

Данный анализ, конечно, позволяет составить лишь примерное представление об итоговой направленности влияния курса на прибыльность отдельных видов деятельности и о конкретном уровне курса нулевой рентабельности, так как имеет ряд ограничений, которые смещают арифметическую точность получаемых оценок, однако по-прежнему позволяют ранжировать виды деятельности по степени уязвимости к ослаблению рубля и при этом позволяют выполнить анализ на базе объективных данных без необходимости делать большое количество допущений, экспертных и модельных оценок относительно специфических условий развития тех или иных видов деятельности.

К таким ограничениям прежде всего относится тот факт, что в анализе не учтен ряд аспектов, которые фактически имели бы место в экономике при различных значениях курса, а именно:

1. Переключение спроса с импорта на отечественную продукцию.

2. Импортозамещение в структуре затрат.

3. Взаимосвязь курса и экспортных цен (в текущей методологии разным значениям курса соответствует один и тот же уровень экспортных цен).

4. Общее ослабление внутреннего спроса, спровоцированное ослаблением рубля.

Указанные аспекты, если бы они были учтены, имели бы противоположно направленное влияние на конечный результат анализа: если предположить, что пункты 1 и 2 были бы учтены, то влияние снижения курса смягчилось бы, так что при учете этих пунктов были бы получены более высокие курсы нулевой рентабельности, тогда как учет пунктов 3 и 4, напротив, снижает совокупную выручку и постоянные затраты, и соответственно, снижает курс нулевой рентабельности, при этом пункт 3 – наиболее существенно. Мы допускаем, что указанные факторы взаимно компенсируют друг друга в большинстве видов деятельности, что позволяет говорить об адекватности получаемых результатов для целей выявления видов деятельности, наиболее уязвимых к ослаблению рубля. Существенный дисбаланс возникает только для видов деятельности, у которых объемы экспорта сопоставимы с объемами продаж внутри страны: для них адекватный учет пункта 3 дал бы существенно более низкую оценку курса нулевой рентабельности. Фактически это означает, что при учете данного фактора курс нулевой рентабельности мог бы быть найден для тех видов деятельности, в которых при текущем подходе он не обнаруживается (т. е. по которым получен результат, говорящий о «бесконечном» росте рентабельности при снижении курса).

Анализ также ограничен по охвату:

1. Рассматривается только влияние курса на операционную деятельность, т. е. на затраты и выручку от продаж, тогда как влияние инвестиционной деятельности (стоимость закупки и обслуживания оборудования) и финансовой деятельности (рост стоимости обслуживания долга при шоках валютного курса) не принимается во внимание.

2. Анализируется прибыль до налогообложения, тогда как идеальной целью анализа является чистая прибыль.

3. Анализ охватывает только крупные и средние предприятия и исключает малые и микропредприятия.

4. Анализируются показатели операционной деятельности, фактически сложившиеся по итогам трех кварталов 2014 г., не предпринимается попытка оценить «равновесный» или «нормальный» уровень переменных для каждого вида деятельности на основании анализа нескольких лет.

Первое и второе ограничение, безусловно, смягчает влияние ослабления рубля на различные виды деятельности (т. е. завышает оценки номинального курса нулевой рентабельности), однако с имеющимися ограниченными данными провести всесторонний анализ и при этом иметь разумную уверенность в полученных результатах не представляется возможным: потребуется большое количество спорных допущений. Полученные же результаты пусть и смещены арифметически, но позволяют ранжировать виды деятельности по степени уязвимости от ослабления рубля, что соответствует целям анализа. Второе и третье ограничения также вызваны объективным отсутствием данных. Четвертое ограничение – самое простое и доступное для исправления – может быть преодолено в развитие данной работы.

Результаты анализа представлены в таблице на с. 36. Как видно из данных таблицы, добыча полезных ископаемых, обработка древесины, целлюлозно-бумажное, химическое, металлургическое производство, производство резиновых и пластмассовых изделий имеют существенную долю выручки, поступающей от внешнеторговой деятельности, и при этом невысокую долю импорта в структуре затрат, в связи с чем по результатам данного анализа их нельзя отнести к группе риска. Транспортные услуги также попали в этот список благодаря сравнительно большому объему экспорта транспортных услуг, однако необходимо понимать, что данный анализ не учитывает внутреннюю неоднородность отдельных видов деятельности, характерную, например, для данного вида деятельности. Компоненты вида деятельности «Транспорт», рассмотренные отдельно (например, железнодорожный или автомобильный транспорт), покажут существенно меньшую устойчивость, чем трубопроводный и морской транспорт, которые дают основной вклад в получение такой оптимистической оценки для данного вида деятельности в целом. Совокупный вес устойчивых к низкому курсу видов деятельности составляет 21,2% валовой добавленной стоимости (ВДС).

Связь, производство готовых металлических изделий и торговля демонстрируют конечную, однако высокую устойчивость к низкому курсу: первые два – за счет сравнительно высокого запаса рентабельности при невысокой доле импорта в затратах, последний – за счет минимальной доли импорта. Необходимо отметить, что учет спросовых ограничений, порожденных ослаблением рубля, по нашим оценкам, наиболее существенно снизил бы оценку курса нулевой рентабельности именно в торговле.

Вид деятельности «Производство кожи и изделий из кожи» был в целом нерентабелен в анализируемом периоде, поэтому только повышение курса могло бы в рамках используемой методологии обеспечить нулевую рентабельность за счет снижения рублевой стоимости используемых импортных компонентов. Если бы расчет производился на данных за несколько лет, был бы получен более оптимис-

Т а б л и ц а

## Итоги расчета курса нулевой рентабельности

Вид деятельности	Курс нулевой рентабельности	Доля вида деятельности в ВДС в 2013 г., %
Добыча полезных ископаемых	бесконечно возрастающая рентабельность	10,8
Производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	48,21	2,4
Текстильное и швейное производство	54,20	0,2
Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	29,03	0,0
Обработка древесины и производство изделий из дерева	бесконечно возрастающая рентабельность	0,3
Целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	бесконечно возрастающая рентабельность	0,5
Химическое производство	бесконечно возрастающая рентабельность	1,1
Производство резиновых и пластмассовых изделий	бесконечно возрастающая рентабельность	0,3
Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	47,41	0,7
Металлургическое производство	бесконечно возрастающая рентабельность	1,6
Производство готовых металлических изделий	67,85	0,4
Производство машин и оборудования (без производства оружия и боеприпасов)	52,40	0,8
Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	59,13	0,5
Производство транспортных средств и оборудования	35,94	1,3
Прочие производства	48,03	н/д
Строительство	53,72	7,2
Оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования	137,04	8,2
Транспорт	бесконечно возрастающая рентабельность	6,6
Связь	386,94	1,9

тичный, однако по-прежнему указывающий на высокую уязвимость результат: рентабельность данного вида деятельности весьма невысока на протяжении последних лет. Производство транспортных средств, имеющее высокую долю импорта и сравнительно небольшие объемы экспорта ввиду ограниченной конкурентоспособности продукции на внешних рынках, первым из рентабельных производств достигает точки уязвимости. Затем следуют такие ориентированные в том числе на конечное потребление производства, как пищевая промышленность, строительство, производство стройматериалов, производство машин и оборудования, текстильное и швейное производство, производство электрооборудования. Совокупная доля видов деятельности, точка уязвимости которых представляется достижимой, составляет 11,8% ВДС.

*Результаты анализа таковы:* от ослабления рубля выигрывают только те отрасли, в которых существенная

часть финансового результата образуется за счет экспортных операций и у которых минимальна доля импортных сырья и материалов в структуре операционных затрат. Виды деятельности, ориентированные в основном на внутренний рынок, теряют прибыльность по мере ослабления рубля. При этом в видах деятельности, устойчивых к ослаблению рубля, нет ни одного, в выпуске которых преобладают товары и услуги, ориентированные на конечное потребление, что позволяет сделать ключевой вывод: ослабление рубля повышает уязвимость видов деятельности, ориентированных на производство товаров инвестиционного и потребительского спроса, что при отсутствии усилий по перестройке операционной деятельности и повышению конкурентоспособности (что, как правило, требует времени и ресурсов на инвестиции) приводит к упрощению структуры экономики. ■

## Список литературы

1. Miles D., Scott A. Macroeconomics. Understanding the wealth of nations. John Wiley & Sons, Inc. West Sussex. 2005. С. 520–521.
2. Кадочников П. А. Анализ импортозамещения в России после кризиса 1998 года. М.: ИЭПП, 2006. 148 с.
3. Березинская О. Курс национальной валюты и зависимость российской экономики от импорта // Экономическая политика. 2015. Т. 10. № 1. С. 112–125
4. Доклад о денежно-кредитной политике. 2015. № 1 // Банк России. С. 37.
5. Бланк А., Гурвич Е., Улюкаев А. Обменный курс и конкурентоспособность отраслей российской экономики // Вопросы экономики. 2006. № 6.
6. Смирнов С. В., Балашова Е. Е., Посвянская Л. П. Курсовая политика как фактор изменения структуры российской экономики // Вопросы экономики. 2010. № 1.
7. Анализ финансовой отчетности / под ред. О. В. Ефимовой. М., 2005. С. 214.
8. Балашова Е. Е. Рентабельность обрабатывающей промышленности-2014: точки уязвимости // Комментарии о государстве и бизнесе. № 63. 2014.02.
9. Приказ Минфина России от 29.07.1998 № 34н «Об утверждении Положения по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности в Российской Федерации».
10. Ненахова Е. С. Кредитная экспансия коммерческих банков в современной экономике: дис. канд. экон. наук. М., 2002.
11. Доклад о денежно-кредитной политике. Банк России. 2014. № 4. С. 56.