



Ноябрь 2024

ПРОЦЕНТНЫЕ РАСХОДЫ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Аналитическая записка

А. Могилат
А. Москалева
С. Попова
Н. Турдыева
В. Цой

Анастасия Могилат

Департамент денежно-кредитной политики
E-mail: MogilatAN@cbr.ru

Александра Москалева

Департамент исследований и прогнозирования
E-mail: MoskalevaAA@cbr.ru

Светлана Попова

Департамент исследований и прогнозирования
E-mail: PopovaSV@cbr.ru

Наталья Турдыева

Департамент исследований и прогнозирования
E-mail: TurdyevaNA@cbr.ru

Владимир Цой

Уральское ГУ Банка России, Отделение Челябинск
E-mail: TsoyVV@cbr.ru

Авторы выражают признательность Елене Горбачевой, Алексею Егорову, Екатерине Жургуновой, Ольге Лазаревой, Олегу Крыжановскому, Дмитрию Овсянникову, Дариме Цыреновой, Дмитрию Чернядьеву, Жанне Шуваловой, Александре Якуниной за полезные замечания и предложения.

Содержание настоящей аналитической записки отражает личную позицию авторов. Результаты анализа являются предварительными и публикуются с целью стимулировать обсуждение и получить комментарии для возможной дальнейшей доработки материала. Содержание и результаты анализа не следует рассматривать, в том числе цитировать в каких-либо изданиях, как официальную позицию Банка России или указание на официальную политику или решения регулятора. Любые ошибки в данном материале являются исключительно авторскими.

Все права защищены. Воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12
Телефоны: +7 (499) 300-30-00, +7 (495) 621-64-65 (факс)
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

Оглавление

Аннотация	4
1. Введение.....	5
2. Обзор литературы	6
3. Данные: источники и методы анализа.....	7
4. Анализ экономики в целом	12
5. Анализ эффектов для финансовых результатов и цен.....	15
6. Анализ по отраслям и размерам компаний	17
7. Анализ долговой нагрузки компаний.....	21
8. Канал издержек в периметре трансмиссионного механизма ДКП.....	25
9. Заключение	28
10. Список литературы.....	29
11. Приложение.....	31

Аннотация

В работе на данных системы профессионального анализа рынков и компаний информационного агентства «Интерфакс» (СПАРК) о более чем 300 тыс. российских компаний с 2019 по 2023 гг. анализируется соотношение процентных расходов и себестоимости продаж в России в целом, а также в отдельных отраслях и других срезах выборки. Показано, что в этот период среднее отношение процентных расходов к себестоимости продаж в нефинансовом секторе российской экономики для компаний с процентной нагрузкой составляло 3%, для компаний с процентной нагрузкой и долгом на конец года – 3,3%. Расчеты на основе микроданных за 2023 г. показывают, что при сложившемся уровне ставок по кредитам бизнесу их увеличение на 1 п.п. может привести к росту уровня цен в экономике на 0,26 процентного пункта. Важно подчеркнуть, что это именно оценка сверху. Во-первых, отношение процентных расходов к себестоимости продаж у большинства компаний, по расчетам на данных СПАРК, ниже среднего. Для половины выборки компаний оно составляет лишь около 1% или меньше, а значит, эффект переноса в цены для них – менее 0,1 процентного пункта. Во-вторых, значительная часть нефинансовых компаний в России вовсе не несет процентной нагрузки. По данным СПАРК, их суммарная выручка и себестоимость продаж составляют около трети от всего нефинансового сектора. В-третьих, наши расчеты предполагают полный перенос роста издержек в цены конечной продукции. Это возможно только при отсутствии реакции спроса, что в масштабах экономики, да и ключевых рынков, малореалистично и не подтверждается результатами анализа других каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики (Банк России, 2024). Наконец, при уменьшении жесткости денежно-кредитных условий процентные издержки также будут снижаться. Поэтому наша оценка – это эффект в уровень цен, а не в устойчивую инфляцию. Перечисленные факторы снижают значимость канала издержек для экономики в целом. При этом действие других каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики при повышении ключевой ставки оказывает значительный сдерживающий эффект на цены через ограничение спроса, что в свою очередь тормозит и рост производственных издержек. В результате общий эффект от повышения процентных ставок в экономике всегда строго дезинфляционный.

Ключевые слова: проценты к уплате, себестоимость, канал издержек, российские компании, нефинансовый сектор.

1. Введение

При анализе влияния процентных ставок на цены в научной литературе и экспертном сообществе часто упоминается так называемый **канал издержек**. В отличие от основных каналов трансмиссионного механизма, он описывает воздействие денежно-кредитной политики (ДКП) на макроэкономические показатели не через спрос, а через предложение и влияние на процентные расходы.

Логика канала состоит в следующем. Повышение ключевой ставки приводит к росту рыночных ставок, включая ставки по кредитам корпоративным заемщикам. Это означает, что не только новые заемные средства дорожают, но и «старая» задолженность на балансах компаний также может становиться дороже. Это происходит, потому что часть кредитов привлекается по плавающим и переменным ставкам, в результате чего условия по таким кредитным договорам меняются вслед за изменением денежно-кредитной политики. Так, в середине 2024 г., по [данным Банка России¹](#), на кредиты по плавающим ставкам приходилось около половины портфеля. Кроме того, часть кредитов по фиксированным ставкам обновляется в течение года, что также увеличивает процентную нагрузку при длительном сохранении высоких процентных ставок. В результате растут издержки компаний на обслуживание долга, что снижает их маржу и подталкивает к переносу возросшей процентной нагрузки в цены. Используя логику канала издержек, в ряде исследований авторы предпринимали попытки найти объяснение так называемой «загадке цен» – положительной реакции инфляции на рост ставки ДКП (см., например, Sims С., 1992; Christiano L. & Eichenbaum M., 1992; подробнее – в следующем разделе).

Исследования, проведенные в том числе на российских данных, не обнаружили «загадки цен» (см., например, Шестаков Д.Е., 2017). Тем не менее вопрос о потенциальном влиянии ДКП на экономику не только через спрос, но и через предложение может быть актуальным в условиях значительных колебаний экономической активности и длительного сохранения жесткой ДКП. В этой связи детальный анализ канала издержек и его эффектов для разных срезов выборки компаний может помочь развеять опасения относительно проинфляционных последствий денежно-кредитной политики.

В данной работе мы анализируем значимость процентных расходов относительно себестоимости продаж и других расходов российских компаний как в целом, так и в отдельных отраслях и других срезах выборки компаний. Наш анализ основан на микроданных – бухгалтерской отчетности более 300 тыс. российских компаний с процентной нагрузкой за 2019–2023 годы.

Работа организована следующим образом. Раздел 2 посвящен краткому обзору существующих исследований в области трансмиссии ДКП через канал издержек. Раздел 3 описывает наши подходы к выбору данных, фильтрации выбросов, а также охват выборки. В разделах 4–8 представлены результаты расчетов и выводы на их основе.

¹ Банк России, [Сведения о размещенных и привлеченных средствах](#).

2. Обзор литературы

В практике современных центральных банков, таргетирующих инфляцию, денежно-кредитная политика строится так, чтобы воздействовать на совокупный спрос. Эта логика лежит и в основе большинства структурных моделей, описывающих равновесие в экономике. Трансмиссия от ставки ДКП может проходить по разным каналам² (через процентные ставки и объемы кредитования, валютный курс, ожидания населения и компаний и другое), но во всех случаях рост ставки приводит к сжатию совокупного спроса и замедлению инфляции³. Причем это происходит постепенно. Так, исследования на российских данных показывают, что для полной трансмиссии изменения ключевой ставки на инфляцию требуется до 6 кварталов (Орлов А., Шарафутдинов А., 2024).

Но что, если ДКП напрямую влияет не только на спрос, но и на предложение? Этот вопрос обсуждается в литературе с 1980-х годов и получил название «канал издержек» (*cost channel*). Его авторы утверждают, что компании финансируют оборотный капитал преимущественно при помощи заемных средств, следовательно, их предельные издержки являются возрастающей функцией от процентной ставки. В этой логике изменение ставки центральным банком напрямую влияет на себестоимость выпускаемой (продаваемой) продукции, а значит, и на ценообразование. Таким образом, повышение ставки ДКП «в моменте» заставляет компании повышать цены на конечную продукцию.

В эмпирической литературе этот эффект впервые был отмечен в 1990-х гг. (см., например, Sims С., 1992; Christiano L. & Eichenbaum M., 1992) и получил название «загадка цен», или «парадокс цен» (*price puzzle*). Впоследствии существование «загадки цен» было оспорено в литературе по методологическим основаниям. Первые результаты были получены в рамках простых векторных авторегрессий на коротких рядах макроэкономических данных и оказались чувствительны к выбору спецификации модели. Снижение размерности данных и борьба с проблемой пропущенных переменных, как правило, нивелировали эффект «загадки цен», в том числе на российских данных. Например, в работе Шестакова Д.Е. (2017) показано, что присутствующий в результатах простых векторных авторегрессий парадокс цен исчезает с использованием модели TVP-FAVAR-SV⁴. Для ее оценки автор применил информационное множество из 94 рядов показателей, описывающих различные сектора российской экономики. Метод предполагает использование меняющихся во времени коэффициентов и стохастической волатильности, что позволяет оценивать модель даже в период смены режимов ДКП. В современных исследованиях механизмов воздействия денежно-кредитной политики на экономику «парадокс цен» исчезает при включении ожидаемой инфляции и учете несовершенства информации (Boivin J. et al., 2010; Ramey V.A., 2016; Miranda-Agrippino S. & Ricco G., 2021).

Одно из направлений исследования канала издержек посвящено поиску обоснований на микроуровне. Оно существенно расширяет понимание механизма функционирования канала издержек, однако результаты работ по разным странам

² [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов](#) (приложение 1 «Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (ТМ ДКП) в России»).

³ Соответственно, снижение ставки политики приводит к расширению совокупного спроса и ускорению инфляции.

⁴ FAVAR с меняющимися во времени параметрами и стохастической волатильностью.

часто противоречат друг другу. В рамках этого направления выделяются два ключевых подхода: первый – включение в явном виде процентных ставок в функцию предельных издержек компаний в рамках структурных моделей; второй – использование микроданных для оценки канала издержек и проверки гипотезы о существовании «загадки цен». Так, в работах Rabanal P. (2003, 2007), Henzel S. et al. (2009), исследующих канал издержек в рамках DSGE-моделей для США и Еврозоны, показано, что эффекты ДКП на стороне спроса заведомо перекрывают эффекты на стороне предложения. При этом в работе Barth M. J. & Ramey V. A. (2002), где анализируются эмпирические данные по отраслям обрабатывающей промышленности США, и в работе Gaiotti E. & Secchi A. (2006), где строится панельная регрессия для 2 тыс. компаний обрабатывающей промышленности Италии, авторы не отвергают гипотезу о статистической значимости канала издержек с точки зрения масштаба влияния на трансмиссию денежно-кредитной политики. Но и в их работах количественная оценка эффектов от канала издержек мала по сравнению с дезинфляционным влиянием основных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

На наш взгляд, использование микроданных для анализа канала издержек является весьма перспективным направлением, поскольку позволяет получить детальную картину и учесть эффекты, незаметные в агрегированных данных. В данной работе мы делаем шаг в направлении оценки значимости канала издержек в России, опираясь на данные более чем 300 тыс. российских компаний, имеющих процентную нагрузку. Основное внимание будет уделено ключевому вопросу – потенциальному масштабу влияния канала издержек на показатели деятельности компаний и в конечном итоге на цены. Нашу работу от других исследований канала издержек отличает использование микроданных всех отраслей нефинансового сектора российской экономики, а также детальный анализ не только агрегированных показателей, но и различных срезов выборки компаний и совместных распределений с другими показателями финансовой отчетности.

3. Данные: источники и методы анализа

В центре внимания нашей работы – **расходы компаний нефинансового сектора⁵ на обслуживание долга**. Основной показатель для анализа – **соотношение процентных платежей⁶ и себестоимости продаж**. Далее будем называть его процентной нагрузкой. Этот показатель отражает, насколько значимы процентные платежи по кредитам и займам относительно основных издержек на производство и реализацию продукции / оказание услуг. Величина процентных платежей влияет на общую оценку эффективности бизнеса для акционеров, но не является элементом оценки отдачи от его операционной деятельности.

В качестве основного источника данных мы использовали систему профессионального анализа рынков и компаний информационного агентства

⁵ Все виды деятельности в экономике, за исключением «Финансовой деятельности и страхования».

⁶ Согласно российскому стандарту бухгалтерского учета, проценты к уплате за отчетный период отражаются в строке 2330 формы 2 («Отчет о финансовых результатах»). Они вычитаются при расчете прибыли до налогообложения. Несколько иначе отражаются проценты к уплате, подлежащие включению в первоначальную стоимость инвестиционных активов – в рамках статьи «Внеоборотные активы» бухгалтерского баланса. Проценты к уплате могут входить в себестоимость продаж, если в соответствии с направлениями деятельности компании такие расходы признаются расходами по обычным видам деятельности (например, для микрофинансовых организаций).

«Интерфакс» (СПАРК) с 2019 по 2023 годы. СПАРК содержит отчетность компаний, их регистрационные данные и другие характеристики. Исходное количество компаний в нашей базе (генеральная совокупность) – около 3 млн юридических лиц нефинансового сектора экономики, что соответствует оценке на основе [данных Росстата](#). Это все компании, по которым в базе СПАРК на момент выгрузки имелись данные хотя бы по одному интересующему нас показателю, хотя бы в один период.

Основное преимущество СПАРК – максимально полный охват компаний. Основной недостаток – в базу данных источника могут попадать все возможные ошибки заполнения отчетности, в том числе ошибки измерения (например, «руб.» вместо «тыс.руб.», «потерянные нули» и так далее). Это существенно усложняет макроанализ. В связи с этим мы дополнительно отфильтровали исходную (генеральную) совокупность компаний для каждого из анализируемых периодов в отдельности. Фильтры к генеральной совокупности применялись последовательно, чтобы иметь возможность контролировать объем выборки на каждом из этапов фильтрации (рис. 1).

Первый этап фильтрации – технический. Мы удалили компании с отсутствующими данными, а также ошибками в отчетности: активы не равны пассивам; в данных компании отсутствует хотя бы один из показателей, необходимых для нашего анализа⁷ (выручка от продаж, себестоимость продаж, прибыль от продаж, прибыль до налогообложения); выручка от продаж или себестоимость продаж равны нулю. На этом этапе из выборки исключено наибольшее количество компаний (около 58%). В то же время в объеме выручки и себестоимости удалено всего 1,2% и 0,5% исходной суммы по выборке соответственно. Среднегодовое число оставшихся в выборке по итогам технической фильтрации составило 1,3 млн компаний (42%).

Второй этап фильтрации – содержательный. В рамках этого этапа мы исключили из выборки компании, не имеющие процентных расходов в 2019—2023 гг. (около 36% генеральной совокупности компаний, или около 30% по объему выручки и себестоимости)⁸. Кроме того, мы исключили выбросы по соотношению процентных платежей и себестоимости: 1,5% компаний с самыми низкими значениями и 1,5% с самыми высокими (табл. 1). Суммарно выбросы составили около 2,5% объема выручки и себестоимости генеральной совокупности. При этом в отраслевом разрезе наибольшее их количество – в операциях с недвижимостью, деятельности профессиональной, научной и технической, что связано с высоким разбросом соотношения процентных платежей и себестоимости продаж в данных отраслях.

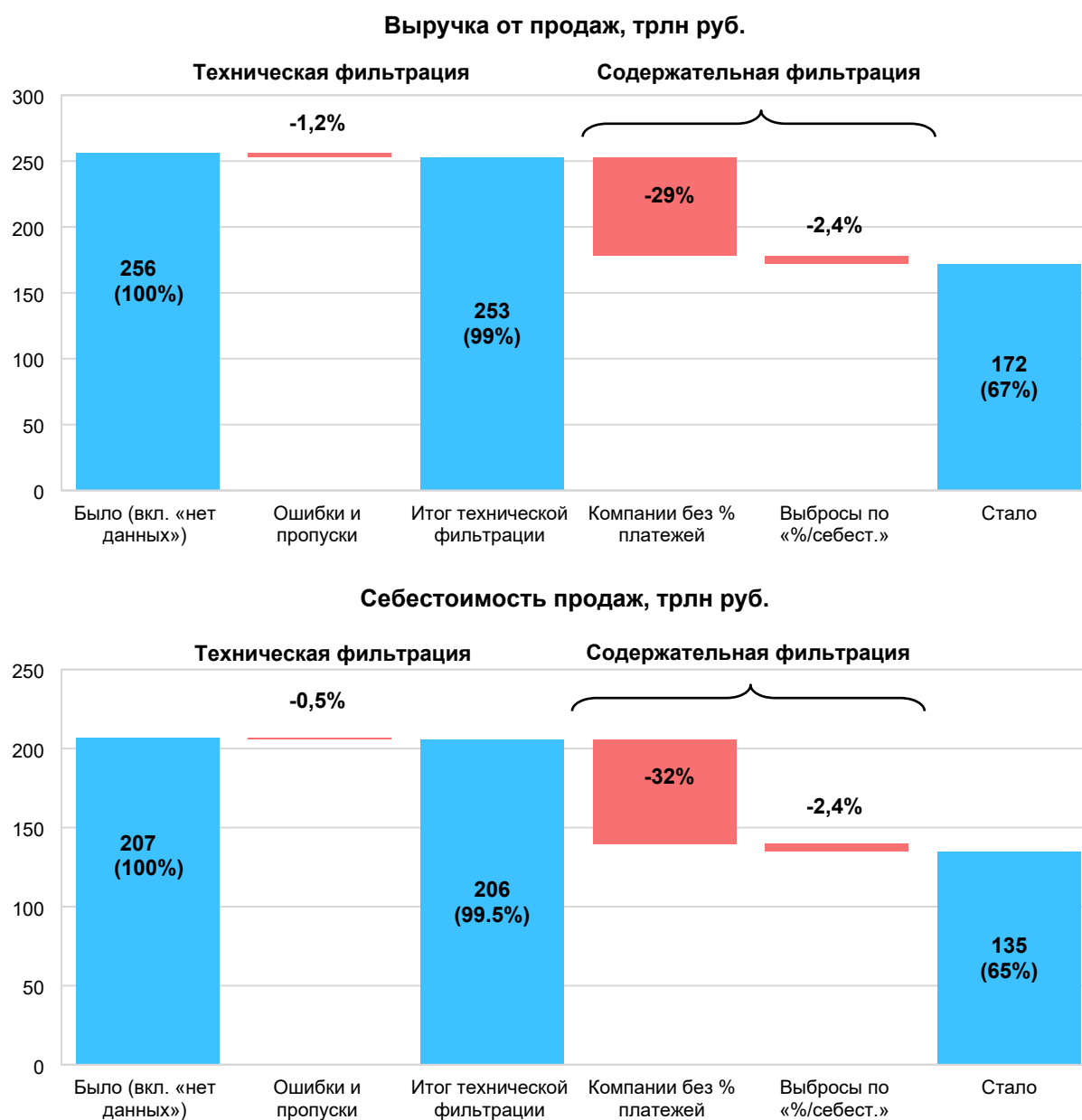
По итогам фильтрации в выборке осталось в среднем за период около 6% от генеральной совокупности компаний. Несмотря на относительно малое количество, их выручка составила 67% (себестоимость – 65%) суммы по всем компаниям выборки, что говорит в пользу релевантности нашего анализа на уровне экономики в целом. Наибольший охват выручки/себестоимости – у крупных и средних компаний

⁷ Наличие процентных расходов не было критерием фильтрации на данном этапе, однако большинство исключенных компаний не предоставили отчетность и по этому показателю. По нашим расчетам, всего порядка 90% компаний нефинансового сектора, по которым имеются хотя бы какие-то данные в СПАРК (например, ОКПО), не имеют процентной нагрузки.

⁸ Примечательно, что часть из них имели задолженность на конец периода, при этом процентные расходы за этот период у них отсутствовали. Наличие задолженности в бухгалтерском балансе (форма 1) и отсутствие потока платежей в отчете о финансовых результатах (форма 2) связано с особенностями учетной политики компаний, к числу которых относятся учет внутривалютных кредитов, беспроцентных кредитов от учредителей, отсрочки платежей и так далее.

(суммарно около 80%), в отраслевом разрезе – в промышленности и сельском хозяйстве (около 80%), логистике (около 70%) и торговле (около 65%). Подробнее о параметрах выборки по годам – в приложении (табл. П1, П2, П3).

Рис. 1. СПАРК: фильтрация данных в среднем за 2019–2023 годы



Источники: СПАРК, расчеты авторов.

Табл. 1. Фильтрация выборки СПАРК: пограничные значения по показателю «Процентные расходы / себестоимость продаж», в %

	2019	2020	2021	2022	2023	Среднее 2019–2023
min 1,5%	0,004	0,003	0,003	0,004	0,004	0,003
max 1,5%	245	218	201	216	217	219

Источники: СПАРК, расчеты авторов.

Охват выборки по крупным и средним компаниям мы дополнительно сравнили с агрегированными данными Росстата (форма П3). Наша выборка

после технической фильтрации покрывает в среднем порядка 90% данных Росстата по крупным и средним компаниям нефинансового сектора, выборка компаний после содержательной фильтрации – 70% выручки и себестоимости, 85% процентных платежей (табл. 2). Эти оценки говорят в пользу того, что мы работаем с выборкой, близкой к генеральной совокупности.

Табл. 2. Выборка СПАРК (крупные и средние компании), % к данным Росстата

	2019	2020	2021	2022	2023	Среднее 2019–2023
Все компании после технической фильтрации						
Выручка от продаж	91%	86%	87%	88%	93%	89%
Себестоимость продаж	92%	87%	88%	90%	96%	91%
Процентные расходы	97%	95%	72%	93%	93%	90%
Компании с процентной нагрузкой после удаления выбросов						
Выручка от продаж	69%	65%	66%	74%	76%	70%
Себестоимость продаж	69%	65%	66%	74%	78%	70%
Процентные расходы	93%	90%	70%	86%	89%	85%

Примечание. Деление по размеру компаний – данные СПАРК.

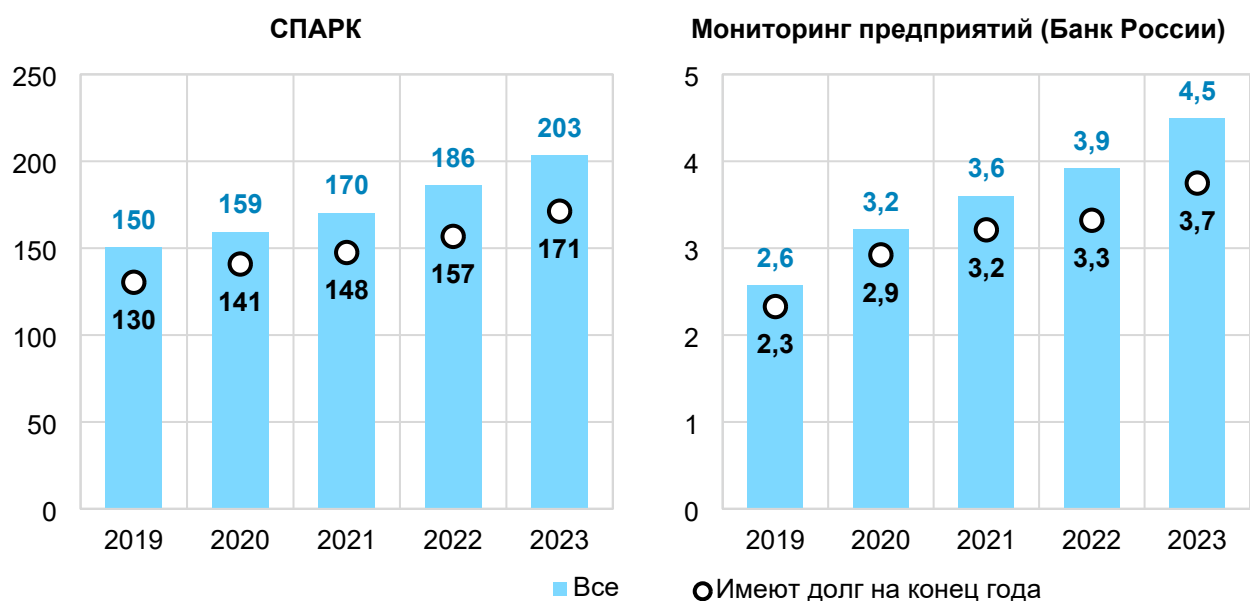
Источники: СПАРК, Росстат (форма ПЗ), расчеты авторов.

Решение сфокусировать анализ только на компаниях, имеющих ненулевые процентные расходы, заслуживает особого внимания. При таком подходе компании, осуществляющие деятельность за счет собственных средств, остаются за рамками исследования. Это позволяет лучше сфокусироваться на той части экономики, которая наиболее чувствительна к повышению ставок. Однако оценки эффектов роста ставки на издержки на уровне экономики в целом и ее отраслей в частности при таком сужении выборки могут быть заметно завышены. Это подтверждает сравнение оценок по компаниям с процентной нагрузкой с оценками по всем компаниям выборки после технической фильтрации, которое мы подробнее обсуждаем в следующих разделах работы.

Компании, имеющие процентную нагрузку в рассматриваемом периоде, можно разделить на две группы. Первая имеет задолженность на конец периода, вторая успевает ее погасить в течение года. В ходе анализа мы отдельно остановились на компаниях с непогашенным долгом для проверки гипотезы о том, что для них процентная нагрузка может быть выше.

Таким образом, выборка СПАРК в основе нашего анализа составила 334,5 тыс. компаний нефинансового сектора – от 150 до более 200 тыс. компаний ежегодно (рис. 2). Наша выборка не сбалансирована по годам: только около 70 тыс. компаний имеют необходимые данные за все годы. Компании с долгом на конец года составляют порядка 85% выборки компаний с процентной нагрузкой.

Рис. 2. Число компаний в выборке после фильтрации по годам, тыс.*



* Компании с процентной нагрузкой.

Источники: СПАРК, Мониторинг предприятий (Банк России), расчеты авторов.

В дополнение к оценкам на базе СПАРК мы использовали второй источник – данные Мониторинга предприятий, проводимого Банком России (Мониторинг). Он охватывает компании нефинансового сектора всех видов деятельности. Участники Мониторинга ежегодно заполняют финансовую анкету, которая включает полный набор статей основных форм бухгалтерской отчетности. Ключевым преимуществом Мониторинга перед другими источниками данных на микроуровне является система логического контроля на этапе сбора и обработки информации, а также ручной контроль поступающих данных специалистами, проводящими опрос. Это позволяет исключить ошибки измерения и обеспечить достоверность данных⁹. Но размер выборки гораздо меньше, чем в СПАРК. С 2019 г. число компаний нефинансового сектора экономики, заполнивших отчетность для базы финансовых анкет Мониторинга, выросло с 4,5 до 9 тысяч.

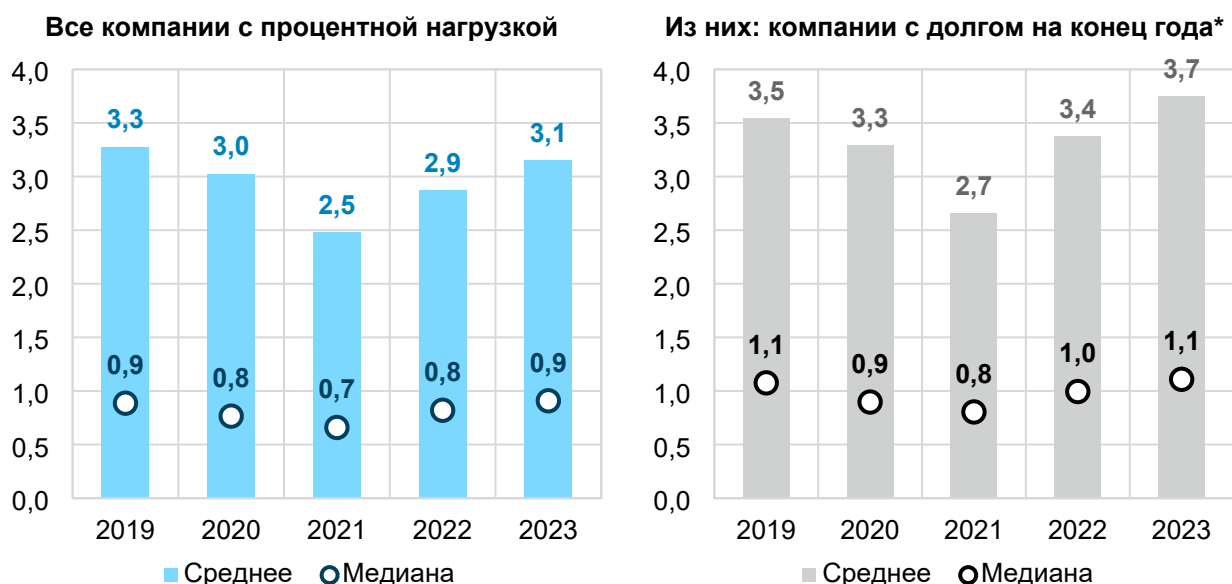
По критерию отсутствия отчетности мы исключили 4% компаний, составляющих около 1% суммарной выручки. По итогам этого этапа фильтрации в выборке в среднем за период осталось 6,6 тыс. компаний. Из них 56% несли процентные расходы в течение 2019–2023 годов. Исключение компаний без процентной нагрузки привело к удалению 13–14% исходного объема выручки и себестоимости, исключение выбросов – еще 1,3–1,4%. Всего выручка и себестоимость продаж компаний, вошедших в итоговую выборку, составили около 85% общей суммы всех компаний выборки. Подробнее о параметрах выборки на основе Мониторинга, а также о критериях фильтрации выбросов по соотношению процентных платежей и себестоимости – в приложении (рис. П1, табл. П4, П5).

⁹ Подробнее о методологии проведения Мониторинга предприятий Банка России см. в материале [«Мониторинг нефинансовых предприятий: методология Банка России» \(2022 год\)](#).

4. Анализ экономики в целом

Расчеты на данных СПАРК показывают, что за 2019–2023 гг. среднее отношение процентных расходов к себестоимости продаж в нефинансовом секторе российской экономики составило 3,0% и менялось в диапазоне 2,5–3,3% от года к году¹⁰. Для компаний, имеющих долг на конец года, оценка незначительно выше: 3,3% в среднем при разбросе от 2,7 до 3,7%. (рис. 3).

Рис. 3. СПАРК: процентные расходы / себестоимость продаж, %



* С процентной нагрузкой.

Источники: СПАРК, расчеты авторов.

При этом медиана – значительно ниже среднего – около 1% как для компаний с процентной нагрузкой в целом, так и для компаний с процентной нагрузкой и задолженностью на конец года. Разброс связан с неоднородностью распределения показателя: даже после фильтрации выбросов она остается значительной (табл. 3; приложение, табл. П6). Это означает, что пока половина компаний поддерживают свою процентную нагрузку на уровне около 1% (или менее) объема основных расходов на производство продукции / оказание услуг, есть отдельные компании с большими и очень большими процентными расходами. Именно они находятся в зоне риска неплатежеспособности по своим долгам при ужесточении денежно-кредитных условий. Наши расчеты показывают, что их доля в выборке невелика. Так, в среднем за последние пять лет только около 5% компаний выборки имеют соотношение расходов и себестоимости свыше 30%. При этом у порядка 83% компаний оно не превышает 5%.

¹⁰ Здесь и далее под средними понимаются средневзвешенные величины.

Табл. 3. СПАРК: распределение числа компаний и их выручки по уровню процентных расходов к себестоимости продаж

Проц.расх. / себест., %	Число компаний					Выручка от продаж				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
≤0.5	38%	41%	44%	40%	37%	33%	35%	35%	33%	35%
(0.5 ;1]	14%	14%	14%	15%	15%	12%	14%	15%	16%	11%
(1 ;2]	14%	14%	13%	14%	15%	16%	15%	14%	14%	14%
(2 ;3]	7%	7%	6%	7%	8%	7%	8%	10%	7%	8%
(3 ;5]	7%	7%	6%	7%	8%	13%	10%	11%	14%	9%
(5 ;10]	7%	6%	6%	6%	7%	12%	11%	10%	9%	15%
(10 ;20]	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	2%	4%	4%
(20 ;30]	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
(30 ;50]	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	0,5%	1%	1%
(50 ;100]	2%	2%	2%	2%	2%	0,6%	0,6%	0,7%	1%	0,5%
>100	1%	1%	1%	1%	1%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Справочно:										
≤2	67%	69%	72%	69%	67%	61%	64%	64%	63%	61%
≤5	81%	83%	84%	83%	83%	81%	82%	85%	83%	78%

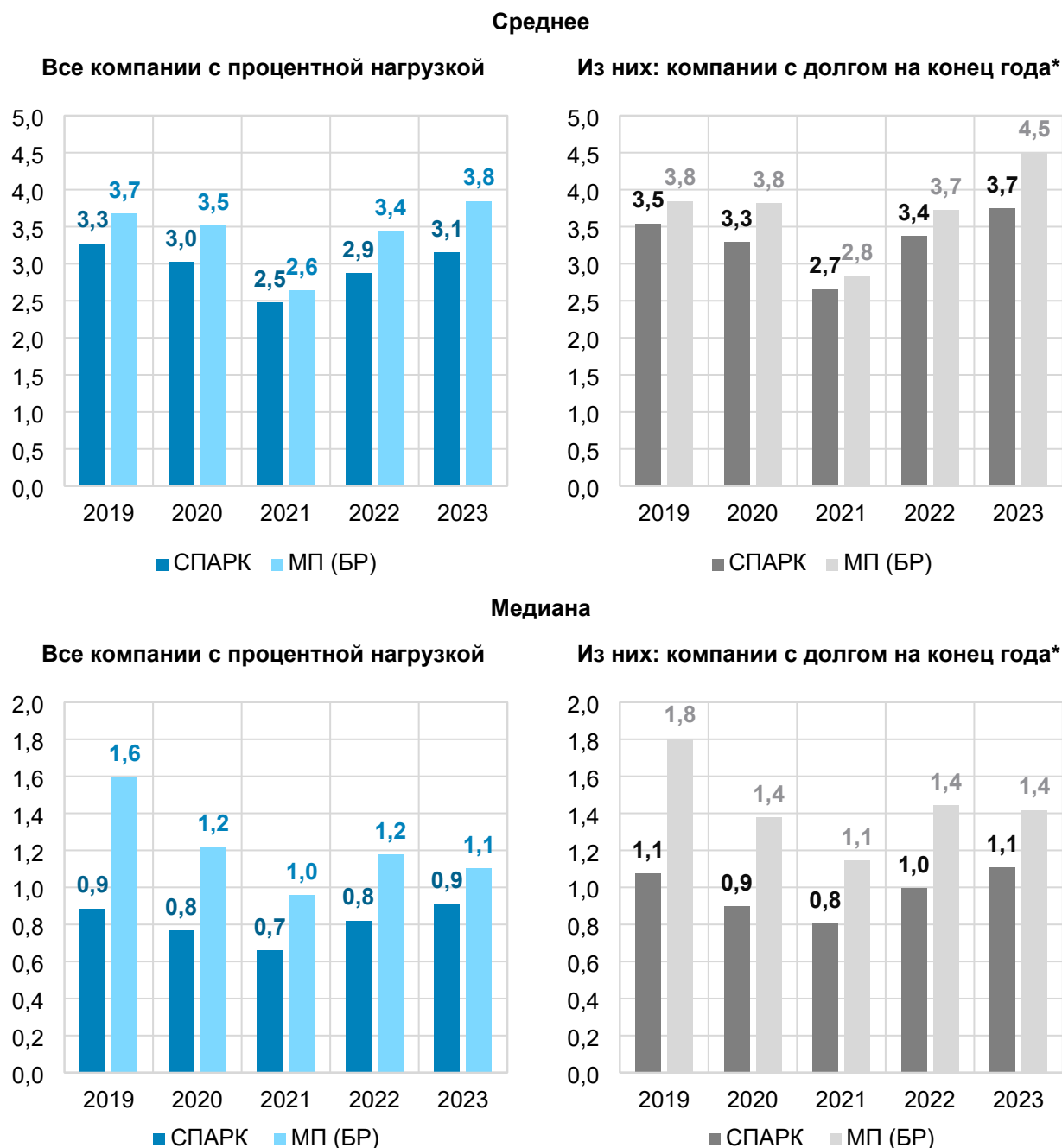
Источники: СПАРК, расчеты авторов.

Сравнение расчетов на данных СПАРК и Мониторинга показывает, что результаты в целом сопоставимы (рис. 4; приложение, табл. П6). По данным Мониторинга, соотношение процентных расходов и себестоимости продаж в среднем за пять лет по всей выборке компаний составляет 3,4% при разбросе от 2,6 до 3,8%, по выборке компаний с долгом на конец года – 3,7% при разбросе от 2,8 до 4,5%. Отличие между источниками в среднем за все годы – около 0,5 процентного пункта. Для медианных оценок ситуация аналогичная. По данным Мониторинга, половина компаний с процентной нагрузкой поддерживали ее уровень не выше 1,0–1,6% в разные годы. Оценка по компаниям с долгом на конец года – от 1,1 до 1,8%.

Выборка Мониторинга относительно выборки СПАРК несколько смещена в сторону более закредитованных компаний, поэтому оценки и выводы на ее основе – более консервативные. Однако это важная часть анализа. Закредитованные компании более чувствительны к росту процентных расходов, поэтому в краткосрочном периоде в отраслях с малоэластичным спросом динамика цен может определяться изменением именно их предельных издержек. В долгосрочном периоде они будут проигрывать конкуренцию по цене менее закредитованным / более эффективным компаниям и постепенно терять рыночную долю, снижая таким образом значимость канала издержек на уровне экономики в целом.

Наши расчеты показывают, что даже для компаний с долгом на конец года из выборки Мониторинга – относительно более чувствительной к процентной нагрузке части компаний – среднее отношение процентных расходов к себестоимости в 2019–2023 гг. ни разу не превысило 5%.

Рис. 4. Процентные расходы / себестоимость продаж, %



* С процентной нагрузкой.

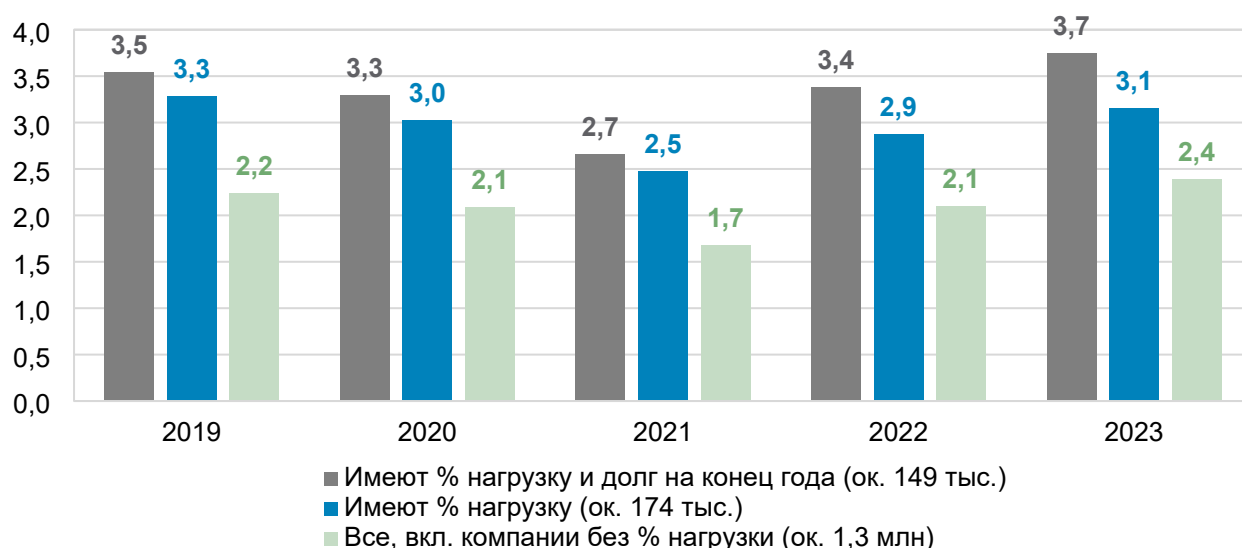
МП БР – Мониторинг предприятий (Банк России).

Источники: СПАРК, Мониторинг предприятий (Банк России), расчеты авторов.

В заключительной части раздела приведем оценки соотношения процентных расходов и себестоимости продаж для всей экономики, то есть включая компании, осуществляющие деятельность за счет собственных средств (рис. 5). Для этого мы рассчитали соотношение процентных платежей и себестоимости продаж по выборке СПАРК после технической фильтрации. Таким образом, мы взяли процентные расходы всех компаний выборки (без чистки на выбросы) и соотнесли с суммарной себестоимостью продаж компаний, имеющих процентную нагрузку и не имеющих ее.

Оценки по всем компаниям выборки после технической фильтрации в среднем на 0,9 п.п. ниже по сравнению с компаниями, имеющими процентную нагрузку, и на 1,2 п.п. ниже по сравнению с компаниями, имеющими долг на конец года. Это означает, что и значимость канала издержек в масштабах всей экономики меньше, чем показывают расчеты на основе компаний с процентной нагрузкой (подробнее – раздел 8).

Рис. 5. СПАРК: процентные расходы / себестоимость продаж, %



Примечание. Все показатели – после технической фильтрации, процентные платежи – после фильтрации выбросов. В скобках указано среднее количество компаний за 2019–2023 годы.

Источники: СПАРК, расчеты авторов.

5. Анализ эффектов для финансовых результатов и цен

Для того чтобы оценить потенциальный эффект роста процентных расходов на цены, рассмотрим пример для средней компании выборки в 2023 году. Как мы рассчитали ранее по данным СПАРК, в 2023 г. соотношение процентных расходов и себестоимости продаж для такой компании составляло 3,1%, а сама себестоимость продаж – около 79% выручки (рис. 6).

Пусть компания считает процентные расходы частью своей себестоимости в широком смысле и готова повысить цены в ответ на рост своей процентной нагрузки. Тогда и операционную маржинальность (*op.profit**) такой компании стоит считать с учетом процентных расходов, а именно:

$$op.profit^* = \frac{\text{Прибыль от продаж} - \text{Процентные расходы}}{\text{Выручка}} \quad (1)$$

Примечание. Прибыль от продаж = Выручка – Операционные расходы, где Операционные расходы = Себестоимость продаж + Коммерческие и управленческие расходы.

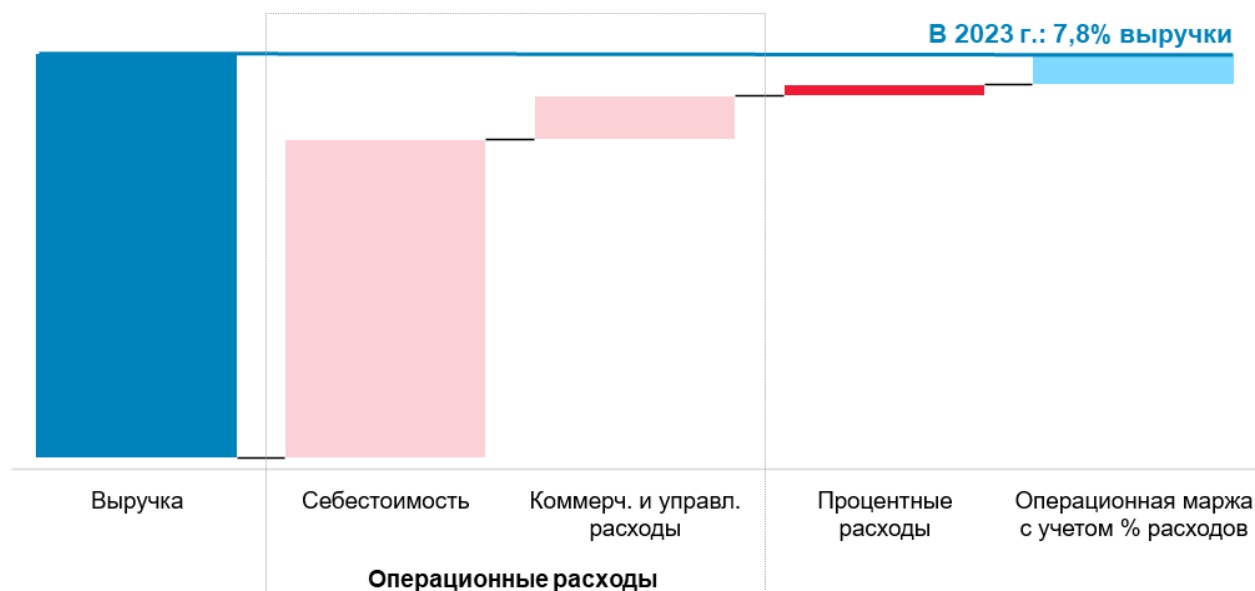
Для средней компании в нефинансовом секторе российской экономики такой показатель *op.profit** за 2023 г. составил около 7,8%. Подробнее маржинальность с учетом процентных расходов по экономике в целом, по отраслям и размерам компаний показана в приложении (табл. П7).

Стоит отметить, что для большинства компаний наш пример весьма условный. Во-первых, процентные расходы не относятся к операционным. Во-вторых, помимо

процентных расходов у компаний есть еще процентные доходы, поэтому рост ставки для их денежных потоков – дорога с двусторонним движением.

К процентным доходам компаний, согласно РСБУ¹¹, относятся проценты по выданным займам, по ценным бумагам, по коммерческим кредитам, предоставленным путем перечисления аванса, проценты, выплачиваемые банком за пользование денежными средствами на расчетном счете, и другие. Для получения наиболее точных оценок эффектов роста процентных расходов и долговой нагрузки в целом на экономику было бы более правильно рассматривать не валовые, а чистые процентные платежи компаний. Однако распределение процентных доходов крайне неравномерно по компаниям. Поэтому в данной работе мы не включали их в периметр анализа. Таким образом, приведенные здесь и далее оценки иллюстрируют наиболее консервативный взгляд на масштаб процентной нагрузки и ее влияние на совокупные финансовые результаты, а вслед за ними – на цены.

Рис. 6. Формирование операционной маржи в широком смысле (с учетом процентных расходов, стилизованный пример), % к итогу



Примечание. Пропорции блоков на схеме соответствуют средним по экономике за 2023 год.

Источники: СПАРК, расчеты авторов.

Согласно логике канала издержек для компенсации влияния роста процентных расходов на свои финансовые результаты компания может повысить цены. В нашем примере масштаб этого эффекта можно оценить по приросту выручки от продаж (при условии, что быстро нарастить объем продаж не представляется возможным). При этом компания, наиболее вероятно, будет стремиться сохранить уровень своей маржинальности *op.profit**. В этом случае, при прочих равных, если растут ее процентные расходы и не меняются все остальные виды расходов, прирост выручки рассчитывается по формуле (2):

$$\frac{\Delta \text{ Выручка}}{\text{Выручка}_0} * 100\% = \frac{\Delta \text{ Процентные расходы}}{\text{Процентные расходы}_0 + \text{Операционные расходы}_0} * 100\% \quad (2),$$

¹¹ Отражаются по строке 2320 «Проценты к получению» Отчета о финансовых результатах, если в соответствии с направлениями деятельности компании не являются расходами по обычным видам деятельности. В противном случае – отражаются по строке 2110 «Выручка».

где Δ Выручка, Δ Процентные расходы, Δ Операционные расходы – изменения соответствующих величин в результате роста ставки по кредитам;

Выручка₀, Процентные расходы₀, Операционные расходы₀ – величины до изменения ставки по кредитам.

Таким образом, потенциальный масштаб повышения цен зависит от масштаба роста процентных расходов, а также от объема процентных и операционных расходов. Согласно данным СПАРК процентные расходы в 2023 г. составляли около 2,8% операционных расходов компаний. Уровень маржинальности в нашем примере по его построению не влияет на эффект переноса процентных расходов в цены.

По данным Банка России, средняя за 2023 г. ставка по рублевым корпоративным кредитам свыше 1 года составила 10,4% годовых (рис. 9)¹². Повышение ставки на 1 п.п., то есть с 10,4 до 11,4%, приведет к росту процентных расходов компании на 9,6% от первоначальной (до повышения ставки) суммы расходов на обслуживание долга.

Наши расчеты при сложившемся уровне ставок по кредитам в соответствии с формулой (2) показывают, что при росте кредитной ставки на 1 п.п. для сохранения прежней маржинальности *op.profit** необходим прирост выручки на 0,26% (табл. 4)¹³. Чем выше уровень ставки, тем на меньшую величину вырастут процентные расходы. Например, если ставка меняется с 20 до 21%, сумма процентных платежей вырастет на 5%. Соответственно, требуемый прирост выручки для поддержания прежнего уровня маржинальности также будет меньше.

Табл. 4. Масштаб прироста выручки в ответ на прирост процентных расходов (на базе средних показателей 2023 г.), %

Прирост кредитной ставки, п.п.	1	2	5	10
Требуемый прирост выручки*, %	0,26	0,52	1,29	2,58

* В предположении о полном переносе процентных расходов в цену конечной продукции.

Источники: СПАРК, расчеты авторов.

Таким образом, если компании полностью перенесут прирост своих процентных расходов в цены конечной продукции при однопроцентном изменении ставки, то при сложившемся в 2023 г. среднем уровне процентных ставок уровень цен может увеличиться на 0,26 процентного пункта.

6. Анализ по отраслям и размерам компаний

По данным СПАРК, пять крупнейших отраслей по объему себестоимости продаж в 2023 г. – торговля, обрабатывающая и добывающая промышленность, логистика (транспортировка и хранение) и строительный сектор (строительство + операции с недвижимостью) – покрывают около 82% ее объема по экономике в целом (табл. 5). Средневзвешенное соотношение процентных расходов и себестоимости продаж в них составляет около 2,9% (в сумме по перечисленным отраслям). Однако в целом разброс по отраслям значительный: от 0,9% (госуправление, деятельность в области культуры и спорта) до 5,8% (нефтепереработка, информация и связь).

¹² Банк России, [Процентные ставки по кредитам и депозитам и структура кредитов и депозитов по срочности](#).

¹³ При этом для половины выборки компаний процентная нагрузка составляет лишь около 1% или меньше, а значит, эффект переноса в цены для них на 1 п.п. изменения кредитной ставки – менее 0,1 процентного пункта.

Табл. 5. СПАРК: процентные расходы / себестоимость продаж по отраслям в 2023 г., %

	Доля в себестоимости	Среднее	Медиана	Справочно:	
				себест. / выручка	доля в % расходах
Всего	100	3,1	0,9	78,9	100
Торговля	40,5	1,8	0,7	81,6	22,8
Обработка, в т. ч.	16,0	3,4	0,9	76,9	17,1
Пищевые продукты, напитки	3,6	1,8	1,0	77,9	2,1
Металлургия	2,4	4,7	0,8	76,2	3,6
Нефтепродукты и кокс	1,5	5,8	1,8	82,8	2,7
Транспортные средства	1,4	3,8	1,0	85,9	1,8
Машиностроение	1,4	2,4	0,8	75,9	1,1
Металлоизделия ¹	1,2	1,7	0,7	80,3	0,6
Химия	1,1	5,7	1,0	64,6	2,0
Потребительские товары и др. ²	0,9	2,4	1,0	71,7	0,7
Стройматериалы ³	0,8	3,1	0,9	71,7	0,8
Деревообработка, бумага	0,7	5,4	1,2	73,0	1,3
Резина, пластмасса	0,6	1,7	0,9	80,1	0,3
Ремонт, монтаж	0,4	1,2	0,7	82,3	0,1
Добыча	10,2	5,2	1,4	72,1	16,8
Логистика	8,3	4,2	0,8	81,9	11,1
Строительный сектор ⁴	7,4	3,5	1,3	83,7	8,3
Электроэнергетика	4,4	3,7	0,7	76,0	5,2
Информация и связь	2,5	5,8	1,0	69,0	4,6
Сельское хозяйство ⁵	2,2	5,2	1,9	74,6	3,7
Водоснабжение	0,8	1,8	0,7	89,4	0,5
Гостиницы и общепит	0,7	4,2	0,9	74,2	0,9
Прочие услуги, в т. ч.	6,9	4,1	1,1	77,2	9,0
Наука и техника	5,0	4,7	1,2	77,2	7,5
Администрирование	0,7	4,2	0,9	74,3	1,0
Культура и спорт	0,7	0,9	1,1	83,4	0,2
Здравоохранение	0,3	3,0	1,0	73,0	0,3
Прочие услуги	0,1	1,7	0,9	82,2	0,0
Образование	0,0	2,8	1,0	63,6	0,0
Госуправление	0,0	0,9	0,8	80,5	0,0

¹ Прочие готовые изделия, кроме машин и оборудования. ² Фармацевтика, одежда, текстиль, мебель, прочие готовые изделия, кожа и изделия из нее, табак, полиграфия. ³ Прочая неметаллическая минеральная продукция. ⁴ Строительство и операции с недвижимостью. ⁵ Включая лесное хозяйство, рыболовство, рыбоводство.

Примечание. Отрасли ранжированы по доле в себестоимости продаж экономики в целом.

Источники: СПАРК, расчеты авторов.

Среди обрабатывающих производств наибольшее среднее соотношение процентных расходов и себестоимости продаж составило 4,7–5,8% – в нефтепереработке, химической промышленности, деревообработке и производстве бумаги, металлургии. В потребительских отраслях, ценообразование в которых быстрее остальных отраслей отражается на потребительских ценах, процентные расходы равны 2,4% себестоимости. Это значит, что даже максимальный потенциальный эффект канала издержек при расчете по формуле (2) для них составляет около 0,19 п.п. на 1 п.п. изменения ставки по кредитам. Наименьшее соотношение процентных расходов и себестоимости в среднем имеют компании, оказывающие услуги по ремонту и монтажу машин и оборудования, производству резины и пластмассы, готовых металлических изделий, пищевых продуктов.

Медианное соотношение процентных расходов и себестоимости продаж меньше среднего и составляет не более 2% по большинству ключевых отраслей. Для значительной части отраслей медиана не превышает 1%. Разнородность связана в том числе с характером деятельности отраслей. Например, для компаний по предоставлению услуг в области информации и связи себестоимость продаж составляет порядка 69% выручки. В то же время в обрабатывающей промышленности большинство компаний осуществляют производственный процесс, требующий использования сырья и материалов. В 2023 г. себестоимость продаж по отрасли составляла около 77% выручки, в отдельных подотраслях – выше (например, в производстве транспортных средств порядка 86%).

В разрезе размеров компаний наибольшее соотношение процентных расходов и себестоимости продаж – у микропредприятий, тогда как крупный бизнес – вблизи среднего по экономике (табл. 6). При этом именно крупный бизнес определяет общую тенденцию, поскольку его вес в объеме себестоимости продаж по экономике в целом составляет более 80%. Среди крупных компаний среднее отношение процентных расходов к себестоимости продаж несколько превышает 5% только в информации и связи, сельском хозяйстве, а также добыче. Медианное значение для крупных компаний из этих отраслей заметно ниже: 0,6, 3,1 и 1,4% соответственно.

Наибольшее среднее соотношение процентных расходов и себестоимости продаж – около 10% – у микропредприятий добычи полезных ископаемых. При этом их медиана – около 2%, что и в этом случае говорит больше о неравномерности распределения, чем о высокой процентной нагрузке в целом по отрасли.

Табл. 6. СПАРК: процентные расходы / себестоимость продаж в 2023 г., %

	Доля в себест. 100	Среднее				Медиана			
		Крупные	Средние	Малые	Микро	Крупные	Средние	Малые	Микро
	100	81,3	8,1	8,4	2,2	81,3	8,1	8,4	2,2
Торговля	40,5	1,9	1,2	1,2	1,9	0,6	0,5	0,5	0,9
Обработка	16,0	3,7	2,1	1,9	2,8	1,1	0,9	0,7	1,1
Добыча	10,2	5,2	4,0	3,7	9,7	1,4	1,3	0,9	2,2
Логистика	8,3	4,5	2,8	2,8	2,8	1,4	0,9	0,5	0,9
Строительный сектор ¹	7,4	2,4	5,2	5,7	7,0	0,6	0,6	0,7	1,8
Прочие услуги ²	6,9	3,9	4,4	4,3	6,6	0,9	0,9	0,7	1,2
Электроэнергетика	4,4	3,8	2,7	2,6	4,1	0,7	0,6	0,5	0,9
Информация и связь	2,5	6,7	2,1	2,3	3,9	0,6	0,6	0,7	1,2
Сельское хозяйство ³	2,2	5,7	5,2	3,8	4,5	3,1	2,6	1,7	1,9
Водоснабжение	0,8	1,8	2,0	1,7	2,5	0,6	0,7	0,5	1,0
Гостиницы и общепит	0,7	3,2	7,7	5,2	3,3	1,6	1,1	0,6	1,0
Всего		3,2	2,5	2,7	4,0	0,8	0,7	0,6	1,2

Примечание. Красным отмечены ячейки, значения которых выше 5%. Отрасли ранжированы по доле в себестоимости продаж экономики в целом. Деление по размеру компаний – данные СПАРК.

¹ Строительство и операции с недвижимостью. ² Наука и техника, администрирование, культура и спорт, здравоохранение, образование, госуправление, прочие услуги. ³ Включая лесное хозяйство, рыболовство, рыбоводство.

Источники: СПАРК, расчеты авторов.

Рост ставки по кредитам приведет к наибольшему увеличению процентной нагрузки в информации и связи, сельском хозяйстве, добыче (табл. 7). При росте кредитной ставки на 1 п.п. средней компании из этих отраслей

для сохранения операционной маржинальности в широком смысле (*op.profit**) придется увеличить выручку на 0,4%. Наименьший эффект – менее 0,1% – в госуправлении, сфере культуры и спорта. В обрабатывающей промышленности – одной из наиболее капиталоемких отраслей в экономике – потенциальный эффект на выручку, а значит, и на уровень цен, составляет 0,27 п.п., то есть вблизи среднего по нефинансовому сектору российской экономики в целом.

Табл. 7. Масштаб прироста выручки в ответ на прирост процентных расходов (на базе средних показателей 2023 г.), %

Прирост кредитной ставки, п.п.	1	2	5	10
Требуемый прирост выручки*, всего	0,26	0,52	1,29	2,58
Торговля	0,14	0,29	0,72	1,44
Обработка, в т. ч.	0,27	0,55	1,36	2,73
Пищевые продукты, напитки	0,15	0,30	0,75	1,49
Металлургия	0,39	0,78	1,95	3,89
Нефтепродукты и кокс	0,48	0,96	2,39	4,78
Транспортные средства	0,33	0,65	1,63	3,25
Машиностроение	0,19	0,39	0,96	1,93
Металлоизделия ¹	0,14	0,28	0,71	1,41
Химия	0,44	0,87	2,18	4,36
Потребительские товары и др. ²	0,19	0,38	0,94	1,88
Стройматериалы ³	0,24	0,48	1,21	2,41
Деревообработка, бумага	0,41	0,82	2,05	4,11
Резина, пластмасса	0,14	0,29	0,72	1,43
Ремонт, монтаж	0,11	0,21	0,54	1,07
Добыча	0,42	0,84	2,11	4,21
Логистика	0,36	0,72	1,80	3,60
Строительный сектор ⁴	0,31	0,61	1,53	3,06
Электроэнергетика	0,30	0,60	1,49	2,98
Информация и связь	0,43	0,86	2,14	4,28
Сельское хозяйство ⁵	0,43	0,85	2,13	4,26
Водоснабжение	0,16	0,32	0,81	1,62
Гостиницы и общепит	0,32	0,64	1,60	3,21
Прочие услуги, в т. ч.	0,34	0,69	1,72	3,45
Наука и техника	0,39	0,79	1,96	3,93
Администрирование	0,34	0,68	1,71	3,42
Культура и спорт	0,08	0,16	0,39	0,78
Здравоохранение	0,23	0,47	1,17	2,34
Прочие услуги	0,14	0,28	0,69	1,38
Образование	0,18	0,36	0,89	1,78
Госуправление	0,07	0,15	0,37	0,74

* В предположении о полном переносе процентных расходов в цену конечной продукции. Прирост процентных расходов принят единым по отраслям – на уровне экономики в целом.

¹ Прочие готовые изделия кроме машин и оборудования. ² Фармацевтика, одежда, текстиль, мебель, прочие готовые изделия, кожа и изделия из нее, табак, полиграфия. ³ Прочая неметаллическая минеральная продукция.

⁴ Строительство и операции с недвижимостью. ⁵ Включая лесное хозяйство, рыболовство, рыбоводство.

Примечание. Отрасли ранжированы по доле в себестоимости продаж экономики в целом.

Источники: СПАРК, расчеты авторов.

В разрезе размеров компаний наибольший потенциальный эффект на цены в результате роста ставки, а вслед за ней и процентных расходов – для микропредприятий. При сложившемся уровне ставок по кредитам в 2023 г. их прирост

на 1 п.п. может привести к повышению цен в этом сегменте компаний на 0,34 процентного пункта (табл. 8).

Табл. 8. Масштаб прироста выручки в ответ на прирост процентных расходов (на базе средних показателей 2023 г.), %

Прирост кредитной ставки, п.п.	1	2	5	10
Требуемый прирост выручки*, всего	0,26	0,52	1,29	2,58
Крупные	0,26	0,53	1,32	2,65
Средние	0,21	0,41	1,03	2,05
Малые	0,22	0,44	1,10	2,20
Микро	0,34	0,67	1,68	3,37

* В предположении о полном переносе процентных расходов в цену конечной продукции. Прирост процентных расходов принят единым – на уровне экономики в целом.

Примечание. Деление по размеру компаний – данные СПАРК.

Источники: СПАРК, расчеты авторов.

7. Анализ долговой нагрузки компаний

Выборка компаний хорошо отражает отраслевую структуру экономики России по стоимости их активов. Мы уже показали, что значительных различий в уровне процентных платежей между отраслями нет, особенно если рассматривать медианные показатели, не искаженные выбросами отчетности.

Одним из источников различий доли процентных платежей в себестоимости может быть уровень долговой нагрузки. Более закредитованные компании могут иметь более высокие показатели доли процентных платежей, что может усложнить обслуживание долга и негативно сказаться на их финансовой устойчивости.

Чтобы определить наиболее закредитованные фирмы с ненулевыми процентами к уплате, мы рассчитали показатели долговой нагрузки на уровне компаний. Для более детального анализа распределения процентной нагрузки мы использовали отношение долга к прибыли (debt-to-earnings ratio – отношение общей суммы займов и кредитов¹⁴ к прибыли до вычета процентов и налогов, EBIT). Этот показатель выбран, потому что прибыльность компании является важным критерием ее эффективности как для самой фирмы при обращении за кредитом, так и для банков при принятии решения о его выдаче и размере.¹⁵ Соотношение отраслей по среднему уровню закредитованности схоже с отношением по показателю процентов к уплате и отражает специфику деятельности (табл. 9).

Мы разделили все компании по годам и отраслям (по двум знакам ОКВЭД2) на 10 равных групп в зависимости от уровня закредитованности, эти группы называются децилями закредитованности. В результате самые закредитованные компании окажутся в 10-м дециле, а наименее закредитованные – в 1-ом. При этом внутри каждого дециля сохраняется отраслевая структура, как и в выборке в целом.

¹⁴ Сумма строк бухгалтерского баланса «1410» (долгосрочные обязательства) и «1510» (краткосрочные обязательства). Последнее включает в том числе объем процентов, начисленных за период, поэтому общий показатель суммы займов является завышенным на эту величину.

¹⁵ Для анализа чувствительности наших результатов к выбору определения закредитованности компаний в приложении приведены расчеты при разделении на децили по величине финансового рычага (leverage – отношение общей суммы займов и кредитов к активам фирмы).

Средневзвешенные значения доли процентных платежей в себестоимости по децилям закредитованности приведены в приложении (табл. П8).

Табл. 9. СПАРК: закредитованность по отраслям, средневзвешенная, %

Отрасль	Доля в себест. в 2023 г.	Отношение долга к прибыли				
		2019	2020	2021	2022	2023
Торговля	40,5	4,4	15,1	2,1	2,7	3,0
Обработка	16,0	4,0	6,2	2,9	3,1	4,5
Добыча	10,2	3,8	7,1	2,3	1,3	2,6
Логистика	8,3	4,8	12,5	5,4	2,8	2,4
Строительный сектор ¹	7,4	7,9	13,3	6,5	6,3	5,1
Электроэнергетика	4,4	4,0	4,8	3,4	4,3	2,8
Информация и связь	2,5	5,5	6,5	4,9	3,8	3,5
Сельское хозяйство ²	2,2	4,9	4,2	3,2	4,3	4,5
Водоснабжение	0,8	5,2	3,5	3,5	4,0	3,3
Гостиницы и общепит	0,7	18,4	- ³	15,4	11,8	6,6
Прочие услуги, в т. ч.	6,9	11,6	10,6	5,0	5,5	3,3
Наука и техника	5,0	16,4	10,9	5,3	6,8	3,8
Администрирование	0,7	4,1	10,3	3,9	2,0	1,8
Культура и спорт	0,7	25,7	- ³	10,2	3,4	1,3
Здравоохранение	0,3	4,6	3,4	2,5	4,1	3,2
Прочие услуги	0,1	8,0	3,6	1,7	3,2	1,6
Образование	0,0	8,7	4,4	3,7	5,4	1,8
Госуправление	0,0	0,5	- ³	5,2	0,2	0,1

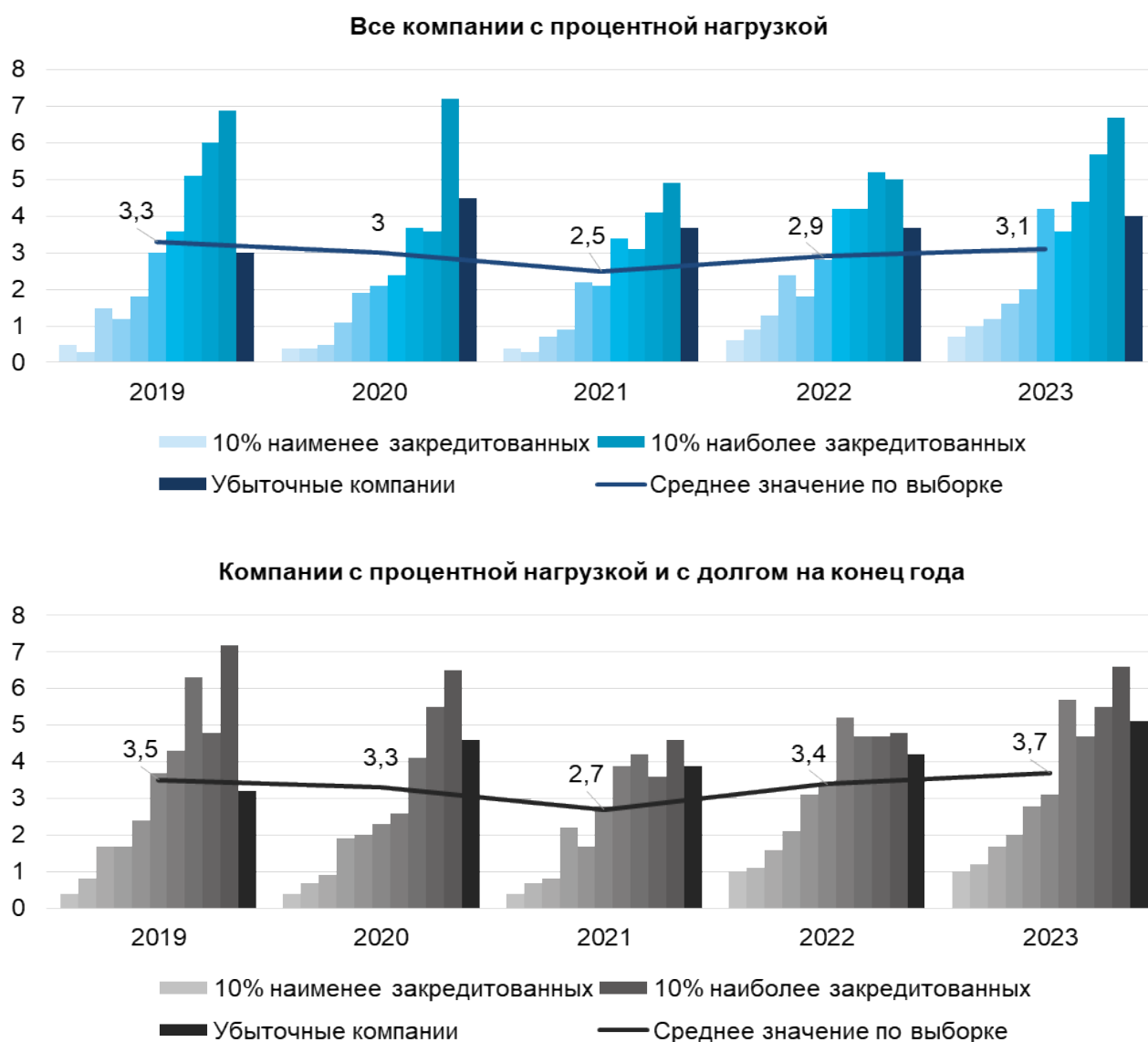
Примечание. Отрасли ранжированы по доле в себестоимости продаж экономики в целом. ¹ Строительство и операции с недвижимостью. ² Включая лесное хозяйство, рыболовство, рыбоводство. ³ Суммарная прибыль меньше нуля.

Источники: СПАРК, расчеты авторов.

Доля процентных платежей в себестоимости для наиболее закредитованных фирм значительно превышает среднюю долю по всей выборке (рис. 7). Девятый дециль по уровню закредитованности также показывает более высокий показатель процентов к уплате в себестоимости: в среднем в 1,2–1,8 раза больше, чем у средней компании. Однако, уже с 8-го дециля доля процентных платежей начинает снижаться. Для децилей с 1-го по 8-й средняя доля процентных платежей в себестоимости остается ниже 6% на протяжении всего рассматриваемого периода. В целом в значениях показателя по децилям закредитованности нет значительных изменений с 2019 по 2023 год.

Наблюдается снижение неоднородности в распределении процентных платежей между различными группами фирм (рис. 7). Это может быть связано с тем, что прибыльность учитывается при принятии решений о получении и выдаче кредита. Отдельно на графиках представлено значение показателя для убыточных фирм (фирм с отрицательным финансовым результатом по EBIT; в нашей выборке в среднем около 17% таких фирм в год). Средний уровень доли процентных платежей для этой группы немногим больше среднего по всей выборке и меньше, чем в наиболее закредитованных децилях (приложение, табл. П8).

Рис. 7. СПАРК: процентные расходы / себестоимость продаж в разрезе децилей по показателю debt-to-earnings ratio, %



Источники: СПАРК, расчеты авторов.

Рассмотрим наиболее за kreditованные фирмы с точки зрения их производительности. Избыточная за kreditованность низкопроизводительных компаний и их неспособность обслуживать долговые обязательства могут привести к увеличению доли компаний, которые продолжают функционировать только благодаря внешней поддержке, включая субсидии¹⁶. В результате это тормозит инвестиционную деятельность, замедляет экономический рост и восстановление после негативных шоков. Для анализа этого аспекта мы использовали данные о децильных группах компаний по производительности за 2022 год. Децильная группа определяется на основе показателя производительности труда, который рассчитывается как отношение выручки к среднесписочной численности работников. Этот показатель позволяет вычислить разрыв между уровнем производительности фирмы и уровнем производительности отраслевого лидера, установленным внутри 175 узко определенных отраслей. Фирмы классифицируются на 10 децилей

¹⁶ Более подробно см. (Бессонова и др., 2022).

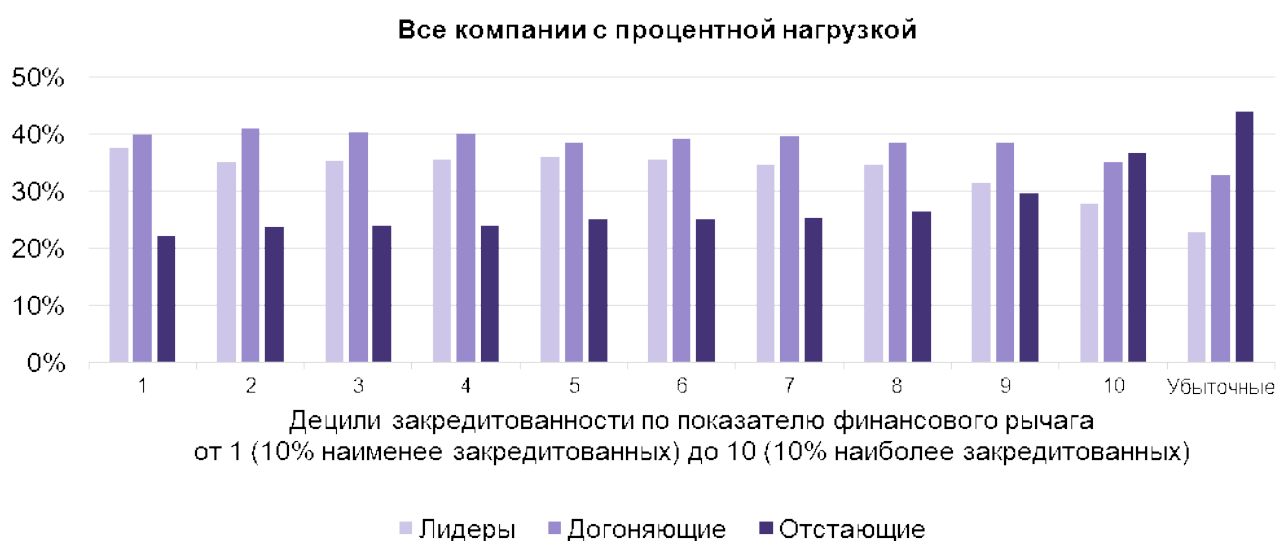
производительности в каждом году и отрасли, после чего децили объединяются в три группы: лидеры (9-й и 10-й децили), догоняющие (6-й, 7-й и 8-й) и отстающие (остальные децили).

Мы используем данные за 2022 г. по двум причинам: во-первых, это последние доступные оценки децилей производительности, во-вторых, использование лага производительности позволяет избежать влияния взаимосвязанности всех показателей на результаты расчетов. Важно отметить, что децили производительности определены не для всех компаний из выборки из-за пропусков в данных по среднесписочной численности сотрудников. Далее мы рассмотрим структуру компаний по уровню производительности в зависимости от уровня закредитованности в 2023 году.

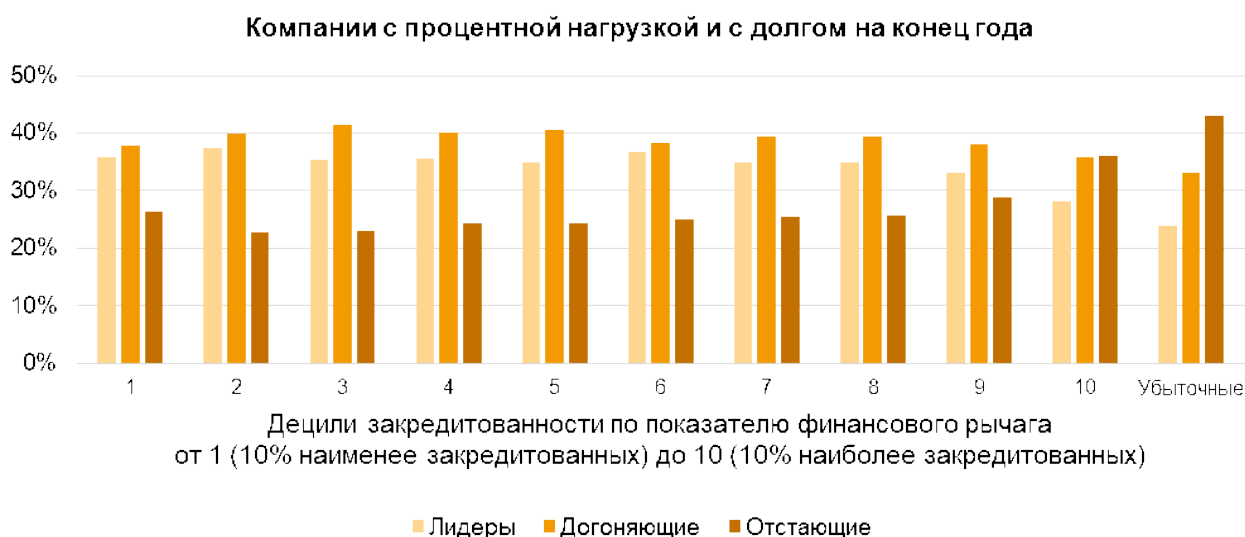
В децилях закредитованности с 1-го по 8-й структура фирм по производительности схожа: около 35% составляют лидеры, около 40% – догоняющие и около 25% – отстающие (рис. 8). Однако в 9-м и 10-м децилях, которые включают наиболее закредитованные компании, доли лидеров и догоняющих снижаются, а доля отстающих увеличивается. В 10-м дециле эта группа равна по размеру группе догоняющих. Стабильная структура производительности по децилям закредитованности может указывать на то, что более эффективные фирмы способны привлекать больше кредитных ресурсов для роста, не ухудшая при этом финансовую стабильность.

В целом среди компаний с высокой долговой нагрузкой не наблюдается значительного перекоса в сторону неэффективных фирм: распределение по уровню эффективности остается достаточно равномерным. Отдельно выделяется группа убыточных компаний по показателю EBIT. В этой группе доля отстающих компаний превышает 40%, а доля лидеров снижается к 20%¹⁷.

Рис. 8. СПАРК: распределение компаний по производительности, по децилям закредитованности (по показателю debt-to-earnings ratio), 2023 год



¹⁷ Мы повторили проведенный анализ с использованием другого показателя долговой нагрузки – показателя финансового рычага. Результаты оказались схожими (см. приложение: табл. П9, рис. П2–П3).



Источники: СПАРК, расчеты авторов.

8. Канал издержек в периметре трансмиссионного механизма ДКП

Мы рассмотрели распределение процентных расходов на единицу себестоимости продаж для различных срезов выборки российских компаний нефинансового сектора, а также привели пример – иллюстрацию того, как повышение кредитной ставки в разных масштабах влияет на процентные расходы и финансовые результаты средней компании.

Наши расчеты на основе микроданных за 2023 г. показывают, что при сложившемся уровне ставок по кредитам их увеличение на 1 п.п. может привести к росту уровня цен максимум на 0,26 п.п. при условии полного переноса процентных расходов в цены конечной продукции. При интерпретации полученных цифр важно учитывать ряд моментов.

Во-первых, наши расчеты справедливы для изменения именно кредитной ставки. Перенос изменения ключевой ставки в ставки по кредитам происходит постепенно, поэтому его влияние на процентные расходы растянуто во времени. Кроме того, размер эффекта может различаться по отраслям в зависимости от действующих в них программ льготного кредитования¹⁸ и других специфических кредитных операций (таких как проектное финансирование). Они приводят к уменьшению чувствительности кредитных ставок к изменению ключевой ставки Банка России, в результате чего кредитные ставки меняются с меньшей амплитудой (рис. 9). Это в свою очередь означает, что при том же изменении рыночной кредитной ставки сжатие спроса на кредит происходит в меньшем объеме. Поэтому для достижения необходимого эффекта ДКП на экономику необходимы более сильные шаги ключевой ставки.

¹⁸ Подробнее см. [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов](#) (врезка 10 «Льготное кредитование и его влияние на трансмиссионный механизм»).

Рис. 9. Ключевая ставка Банка России и средневзвешенная ставка по кредитам нефинансовому сектору в рублях на срок свыше 1 года*



* Средневзвешенные процентные ставки по кредитам нефинансовому сектору в руб., рассчитанные исходя из годовых процентных ставок, установленных в кредитных договорах, и объемов предоставленных кредитов в отчетном месяце. Только фиксированные ставки по кредитам неаффилированным заемщикам. Источники: Банк России, расчеты авторов.

Во-вторых, наш расчет дает оценку сверху для эффекта канала издержек на цены. Фактический масштаб влияния канала издержек на экономику будет меньше, чем в наших расчетах, из-за факторов, связанных с его микроэкономикой.

В основе нашего примера – оценка в среднем по выборке. Как мы отмечали выше, из-за высокого разброса соотношения процентных расходов и себестоимости продаж медиана этого показателя, по данным СПАРК, приблизительно на 2 п.п. ниже, чем среднее. Это значит, что процентные расходы у большинства компаний в выборке ниже среднего.

Для корректного понимания влияния канала издержек на экономику важно учитывать, что будет происходить на микроуровне с отдельными компаниями. Эффективные компании без избыточной долговой нагрузки обладают финансовой гибкостью для регулирования своих денежных потоков через привлечение долга. В отличие от них, закредитованные компании более чувствительны к изменению процентных расходов. Поэтому при длительном цикле повышения ставок они, наиболее вероятно, будут терять рыночную долю в пользу менее закредитованных и более эффективных. **Таким образом, будет происходить перераспределение ресурсов в пользу более эффективных игроков, что в свою очередь снижает значимость канала издержек на уровне экономики в целом.**

При этом, как и в других экономиках, значительная часть нефинансовых компаний в России вовсе не имеют долга и не несут процентной нагрузки. Как

мы показывали выше, среднее за 2019–2023 гг. соотношение процентных расходов и себестоимости продаж по экономике составляет 2%, а не 3%, как для компаний с процентной нагрузкой. Поэтому и эффекты от переноса роста процентных расходов в общий уровень цен в экономике будут меньше, чем в нашем счетном примере. По оценкам на данных СПАРК за 2023 г., при сложившемся уровне кредитных ставок эффект от их роста на 1 п.п. для экономики в целом составит около 0,2 процентного пункта¹⁹. Однако и это – оценка сверху. Как мы писали выше, помимо процентных расходов у компаний есть еще процентные доходы. Поэтому для некоторых из них рост процентной ставки может приводить не к накоплению, а к снижению чистого долга.

На уровне отдельных отраслей в краткосрочном периоде ситуация может отличаться. Так, если у более эффективных компаний в момент пикового роста кредитных ставок нет свободных мощностей, они не смогут нарастить долю рынка за счет конкуренции по цене с менее эффективными / более закредитованными. В результате в отраслях, спрос на продукцию которых неэластичен²⁰, цена в краткосрочном периоде может определяться преимущественно сдвигом предельных издержек наименее эффективных компаний. Это приведет к росту маржинальности/отдачи на капитал более эффективных компаний с низким долгом, что позволит им расширить производственные мощности и в конечном итоге нарастить долю рынка. Таким образом, в среднесрочном периоде ситуация, наиболее вероятно, будет развиваться по модели, описанной выше.

В-третьих, наши расчеты предполагают полный перенос роста издержек в цены конечной продукции. В масштабах экономики, да и ключевых рынков, это малореалистично и не подтверждается результатами анализа других каналов трансмиссионного механизма ДКП (Банк России, 2024). Действительно, рост ставок в экономике повышает привлекательность сбережений, тем самым стимулируя население и компании меньше тратить сегодня. В этих условиях полный перенос издержек без потери спроса на свою продукцию могут себе позволить разве что компании, действующие на рынках с полностью неэластичным спросом по цене.

Результаты структурных и полуструктурных моделей общего равновесия, откалиброванных на российских данных, также не находят подтверждений полному переносу издержек в цены. Такие модели позволяют оценить общий интегральный эффект от действия всех каналов трансмиссионного механизма ДКП, который оказывается отрицательным, то есть повышение процентных ставок в российской экономике, как и в других экономиках, приводит не к ускорению, а к замедлению роста цен.

В-четвертых, оценка в нашем примере – это эффект в уровень цен, а не в устойчивую инфляцию²¹. Как мы писали выше, в соответствии с логикой канала издержек основной мотив компаний повышать цены конечной продукции – для компенсации части своей маржи, «выпадающей» из-за увеличения издержек. При

¹⁹ По данным Банка России, средняя за 2023 г. ставка по рублевым корпоративным кредитам свыше 1 года составила 10,4% годовых. Повышение ставки на 1 п.п. приведет к росту процентных расходов компании на 9,6%.

²⁰ Это значит, что при любом изменении цен у компании продолжат покупать ее продукцию/услуги в том же объеме. Таким образом, рост цен не приведет к снижению рыночной доли компании.

²¹ Подробнее об устойчивой инфляции см.: [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов](#) (приложение 2 «Показатели инфляции, используемые Банком России»).

изменении ставки потенциальный полный перенос издержек в цены происходит однократно. В этом случае разово меняется уровень цен. В то же время перегретый спрос приводит к росту устойчивой инфляции, а значит, всех издержек в экономике. Причем эффект спроса носит продолжительный характер. В такой ситуации проведение нейтральной, а тем более мягкой ДКП может привести к существенно большему росту цен в экономике, причем на длительном горизонте, чем даже краткосрочное потенциальное влияние канала издержек.

При уменьшении жесткости денежно-кредитной политики процентные издержки также будут снижаться. Как мы писали выше, это существенно отличает влияние канала издержек на макропоказатели от влияния других каналов трансмиссионного механизма, в рамках которых перегретый спрос вносит вклад не в уровень цен, а в устойчивую инфляцию.

9. Заключение

Роль канала издержек и его количественная оценка – камень преткновения в дискуссиях о денежно-кредитной политике. Особенную остроту они приобретают в период роста и длительного поддержания высокого уровня ключевой ставки и, как следствие, ужесточения денежно-кредитных условий в экономике. При этом в практическом поле полемика, как правило, сводится к тому, что рост инфляции объясняется произошедшим повышением ключевой ставки – как ответ на рост процентных расходов компаний.

Наше исследование, основанное на данных более 300 тыс. российских компаний с 2019 по 2023 гг., показывает, что в течение последних пяти лет среднее отношение процентных расходов к себестоимости продаж в нефинансовом секторе российской экономики ни разу не превысило 5%. По данным СПАРК, в среднем по выборке компаний с процентной нагрузкой в этот период оно составило 3%. При этом около 70% нашей выборки компаний имеют процентную нагрузку не выше 2% себестоимости продаж.

В крупнейших отраслях по объему себестоимости – торговле, обрабатывающей и добывающей промышленности, логистике и строительном секторе – соотношение процентных расходов и себестоимости составляет 2,9% (в сумме по перечисленным отраслям). Однако в целом разброс по отраслям значительный: от 0,9% (госуправление, деятельность в области культуры и спорта) до 5,8% (нефтепереработка, информация и связь). По размеру компаний наибольшее соотношение процентных расходов и себестоимости продаж – у микропредприятий, тогда как крупный бизнес – вблизи среднего по экономике.

Только в двух самых закредитованных децилях отношение процентных расходов к себестоимости превышает среднее значение в 1,2–1,8 раза. Стабильная структура производительности по децилям закредитованности может указывать на то, что более эффективные компании способны привлекать больше кредитных ресурсов для роста, не ухудшая при этом финансовую стабильность. В целом среди компаний с высокой долговой нагрузкой не наблюдается значительного перекоса в сторону неэффективных компаний – распределение по уровню эффективности остается достаточно равномерным. Отдельно выделяется группа убыточных компаний по показателю EBIT. В этой группе доля отстающих компаний превышает 40%, а доля лидеров снижается к 20%.

Для оценки масштаба эффекта канала издержек на экономику мы рассмотрели пример средней компании. Мы предположили, что компании рассматривают свою себестоимость в широком смысле, с учетом не только расходов на сырье, материалы и прочее, но и процентной нагрузки, и стремятся во что бы то ни стало сохранить свою маржинальность. Это значит, что любые изменения их процентных расходов могут отразиться в ценах. Мы показываем, что даже если компании эквивалентно повысят цены в ответ на рост кредитной ставки на 1 п.п., максимальный прирост выручки (а при прочих равных – эффект в уровень цен), по расчетам на данных за 2023 г., составит 0,26%.

Существует целый ряд факторов, снижающих значимость канала издержек для экономики в целом. Компании, как суммарная выручка, так и суммарная себестоимость которых составляют около трети от всего нефинансового сектора, по данным СПАРК, не имеют процентных расходов. Это дополнительно снижает масштаб потенциального эффекта в цены. Кроме того, он в принципе возможен только в предположении об отсутствии какой-либо реакции спроса и работы других каналов трансмиссии ДКП. В масштабах экономики, да и ключевых отраслей, такая ситуация малореалистична. Действие других каналов трансмиссионного механизма ДКП носит сдерживающий эффект на цены через ограничение спроса и замедление роста других компонентов себестоимости продукции, что подтверждено модельными расчетами на российских данных²². В результате общий рост цен при повышении процентных ставок замедляется, несмотря на проинфляционное действие канала издержек.

Кроме того, даже потенциальный эффект канала издержек – краткосрочный и касается уровня цен, а не их устойчивого прироста. При уменьшении жесткости денежно-кредитной политики процентные издержки снижаются, а эффект переноса процентных издержек в уровень цен выходит из расчета инфляции. С точки зрения роста издержек и торможения инвестиционной активности компаний в долгосрочном периоде гораздо опаснее длительное сохранение высокой инфляции, которая влияет на все издержки в экономике. Такая ситуация в первую очередь требует реакции денежно-кредитной политики. Ее дезинфляционный эффект, как показано в литературе, с запасом перекрывает потенциальные эффекты канала издержек на цены.

10. Список литературы

- Банк России (2022). [Мониторинг нефинансовых предприятий: методология Банка России](#).
- Банк России (2024). [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов](#).
- Бессонова Е., Попова С., и Федулова М. (2022). [Проблемные компании и программы льготного кредитования в период кризиса, вызванного пандемией COVID-19](#) // № 102. Серия докладов об экономических исследованиях. Банк России.
- Орлов А., Шарафутдинов А. (2024). [Квартальная прогнозная модель России с рынком труда](#) // Банк России, август 2024.

²² Более подробно см. (Орлов, Шарафутдинов, 2024).

- Шестаков Д.Е. (2017). Канал издержек денежно-кредитной трансмиссии российской экономики // Деньги и кредит. – 2017. – № 9. – С. 38–44.
- Barth M. J., Ramey V. A. (2002). The Cost Channel of Monetary Transmission. // NBER Chapters, in: NBER Macroeconomics Annual 2001. – V. 16. – P. 199–255.
- Boivin J., Kiley M.T., Mishkin F.S. (2010). How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time? // Handbook of Monetary Economics.
- Christiano L., Eichenbaum M. (1992). Liquidity Effects and the Monetary Transmission Mechanism // American Economic Review. 82 (2). P. 346–353.
- Crowder W.J. (2020). The Neo-Fisherian hypothesis: empirical implications and evidence? // Empirical Economics. – 58. – P. 2867–2888.
- Gaiotti E., Secchi A. (2006). Is There a Cost Channel of Monetary Policy Transmission? An Investigation into the Pricing Behaviour of 2000 Firms. // Journal of Money, Credit and Banking. – 38. – P. 2013–2037.
- Henzel S., Hulsewig O., Mayer E., Wollmershauser T. (2009). The Price Puzzle Revisited: Can the Cost Channel Explain a Rise in Inflation after a Monetary Policy Shock? // Journal of Macroeconomics. – V. 31 (2). – P. 268–289.
- Miranda-Agrippino S., Ricco G. (2021). The Transmission of Monetary Policy Shocks. American Economic Journal: Macroeconomics 13 (3): 74–107. <https://doi.org/10.1257/mac.20180124>.
- Rabanal P. (2003). The Cost Channel of Monetary Policy: Further Evidence for the United States and the Euro Area. // IMF Working Paper 2003/149, International Monetary Fund.
- Rabanal P. (2007). Does Inflation Increase after a Monetary Policy Tightening? Answers Based on an Estimated DSGE Model. // Journal of Economic Dynamics and Control. – 31. – P. 906–937.
- Ramey, V. A. (2016). Macroeconomic Shocks and Their Propagation // Handbook of Monetary Economics. 2016.
- Sims C. (1992). Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy // European Economic Review. – 36 (5). – P. 975–1000.
- Uribe M. (2022). The Neo-Fisher Effect: Econometric Evidence from Empirical and Optimizing Models // American Economic Journal: Macroeconomics. – 14 (3). – P. 133–62.
- Williamson S. (2016). Neo-Fisherianism: A Radical Idea, or the Most Obvious Solution to the Low-Inflation Problem? // The Regional Economist. – July 2016.

11. Приложение

Табл. П1. СПАРК: основные характеристики выборки

	2019	2020	2021	2022	2023	Среднее 2019–2023
Число компаний						
Всего*	1 149 390	1 213 281	1 287 399	1 334 251	1 370 536	1 270 971
без % нагрузки	994 377	1 049 046	1 111 864	1 142 334	1 161 104	1 091 745
с % нагрузкой	155 013	164 235	175 535	191 917	209 432	179 226
без выбросов	150 361	159 307	170 267	186 159	203 148	173 848
доля выборки, %	13%	13%	13%	14%	15%	14%
Выручка от продаж, млрд руб.						
Всего*	212 435	211 342	255 036	269 759	315 644	252 843
без % нагрузки	68 194	68 732	81 111	71 066	84 569	74 734
с % нагрузкой	144 241	142 610	173 925	198 693	231 075	178 109
без выбросов	138 904	137 515	167 463	192 670	223 182	171 947
доля выборки, %	65%	65%	66%	71%	71%	68%
Себестоимость продаж, млрд руб.						
Всего*	171 294	171 808	203 073	228 052	253 803	205 606
без % нагрузки	57 579	57 925	68 713	74 165	71 419	65 960
с % нагрузкой	113 714	113 883	134 360	153 887	182 383	139 645
без выбросов	109 425	110 008	129 094	149 046	176 001	134 715
доля выборки, %	64%	64%	64%	65%	69%	66%
Процентные расходы, млрд руб.						
Всего*	3 830	3 590	3 406	4 783	6 052	4 332
без % нагрузки	0	0	0	0	0	0
с % нагрузкой	3 830	3 590	3 406	4 783	6 052	4 332
без выбросов	3 585	3 326	3 197	4 282	5 544	3 987
доля выборки, %	94%	93%	94%	90%	92%	92%

* После технической фильтрации.

Источники: СПАРК, расчеты авторов.

Табл. П2. СПАРК: основные характеристики выборки, по отраслям

	2019	2020	2021	2022	2023	Среднее 2019–2023
Число компаний						
Сельское хозяйство ¹	8 698	8 807	8 793	9 061	9 408	8 953
Добыча	1 580	1 634	1 675	1 897	2 035	1 764
Обработка	23 123	24 652	25 428	27 766	29 975	26 189
Электроэнергетика	1 734	1 802	1 935	2 216	2 341	2 006
Водоснабжение	1 431	1 564	1 641	1 882	2 067	1 717
Строительный сектор ²	28 752	29 430	31 931	34 628	38 046	32 557
Торговля	49 231	51 997	55 578	60 560	65 539	56 581
Логистика	8 071	8 982	9 981	11 222	12 977	10 247
Гостиницы и общепит	4 259	5 089	5 780	6 055	6 445	5 526
Информация и связь	5 026	5 453	5 984	7 032	7 779	6 255
Наука и техника	8 676	9 084	9 806	11 119	12 329	10 203
Администрирование	4 153	4 472	4 796	5 199	5 907	4 905
Госуправление	73	68	76	87	94	80
Образование	399	422	467	520	602	482
Здравоохранение	2 808	3 260	3 543	3 954	4 444	3 602
Культура и спорт	1 158	1 255	1 432	1 469	1 552	1 373
Прочие услуги	1 191	1 338	1 421	1 493	1 610	1 411
Выручка от продаж, в % к выборке после технической фильтрации						
Сельское хозяйство ¹	81%	81%	77%	83%	85%	81%
Добыча	79%	80%	84%	81%	85%	82%
Обработка	74%	76%	74%	78%	77%	76%
Электроэнергетика	76%	75%	80%	87%	88%	81%
Водоснабжение	50%	52%	50%	65%	64%	56%
Строительный сектор ²	47%	48%	47%	53%	52%	49%
Торговля	65%	63%	63%	70%	69%	66%
Логистика	64%	64%	65%	79%	76%	70%
Гостиницы и общепит	38%	44%	42%	47%	46%	43%
Информация и связь	59%	58%	55%	70%	68%	62%
Наука и техника	45%	47%	63%	70%	73%	60%
Администрирование	49%	43%	36%	43%	46%	43%
Госуправление	49%	36%	24%	52%	56%	44%
Образование	12%	18%	19%	25%	25%	20%
Здравоохранение	22%	32%	30%	35%	36%	31%
Культура и спорт	46%	47%	49%	69%	76%	57%
Прочие услуги	18%	25%	23%	26%	30%	24%

	2019	2020	2021	2022	2023	Среднее 2019–2023
Себестоимость продаж, в % к выборке после технической фильтрации						
Сельское хозяйство ¹	80%	81%	75%	83%	84%	80%
Добыча	77%	79%	81%	79%	84%	80%
Обработка	72%	75%	73%	77%	76%	75%
Электроэнергетика	74%	73%	78%	86%	87%	80%
Водоснабжение	49%	52%	50%	65%	61%	55%
Строительный сектор ²	46%	48%	47%	31%	51%	45%
Торговля	63%	62%	61%	68%	67%	64%
Логистика	64%	64%	64%	78%	75%	69%
Гостиницы и общепит	36%	43%	40%	45%	47%	42%
Информация и связь	58%	58%	55%	68%	66%	61%
Наука и техника	47%	51%	62%	69%	73%	60%
Администрирование	49%	43%	35%	40%	43%	42%
Госуправление	44%	25%	25%	52%	57%	41%
Образование	10%	15%	17%	21%	21%	17%
Здравоохранение	19%	27%	28%	32%	33%	28%
Культура и спорт	50%	52%	50%	70%	76%	60%
Прочие услуги	19%	26%	23%	25%	30%	25%
Процентные расходы, в % к выборке после технической фильтрации						
Сельское хозяйство ¹	99%	99%	98%	96%	98%	98%
Добыча	99%	100%	99%	99%	99%	99%
Обработка	100%	100%	98%	97%	98%	98%
Электроэнергетика	97%	98%	98%	99%	99%	98%
Водоснабжение	99%	99%	100%	99%	98%	99%
Строительный сектор ²	83%	78%	78%	73%	71%	77%
Торговля	98%	99%	99%	99%	99%	99%
Логистика	99%	98%	99%	99%	98%	99%
Гостиницы и общепит	97%	92%	93%	88%	88%	92%
Информация и связь	83%	85%	87%	80%	78%	83%
Наука и техника	67%	66%	82%	56%	70%	68%
Администрирование	87%	63%	92%	71%	89%	81%
Госуправление	100%	100%	97%	100%	100%	99%
Образование	100%	100%	98%	97%	100%	99%
Здравоохранение	99%	98%	93%	92%	96%	96%
Культура и спорт	92%	85%	86%	91%	92%	89%
Прочие услуги	97%	99%	93%	93%	91%	94%

¹ Включая лесное хозяйство, рыболовство, рыбоводство. ² Строительство и операции с недвижимостью.

Источники: СПАРК, расчеты авторов.

Табл. ПЗ. СПАРК: основные характеристики выборки, по размеру компаний

	2019	2020	2021	2022	2023	Среднее 2019–2023
Число компаний						
Крупные	9 289	9 700	10 160	12 146	12 346	10 728
Средние	9 984	10 668	11 455	13 466	14 251	11 965
Малые	37 052	40 997	45 881	52 607	57 056	46 719
Микро	80 087	87 108	97 454	107 940	119 495	98 417
Выручка от продаж, в % к выборке после технической фильтрации						
Крупные	78%	77%	79%	87%	85%	81%
Средние	60%	59%	58%	62%	60%	60%
Малые	43%	43%	41%	41%	39%	41%
Микро	23%	23%	21%	19%	18%	21%
Себестоимость продаж, в % к выборке после технической фильтрации						
Крупные	77%	77%	77%	86%	84%	80%
Средние	60%	59%	58%	61%	59%	59%
Малые	42%	43%	40%	40%	39%	41%
Микро	22%	23%	21%	12%	18%	19%
Процентные расходы, в % к выборке после технической фильтрации						
Крупные	95%	95%	98%	93%	96%	96%
Средние	92%	89%	88%	85%	86%	88%
Малые	89%	86%	85%	83%	79%	84%
Микро	71%	67%	61%	54%	51%	61%

Примечание. Деление по размеру компаний – данные СПАРК. Из-за отсутствия этих данных по ряду компаний в 2019–2021 гг. их суммарное количество меньше, чем в выборке в целом.

Источники: СПАРК, расчеты авторов.

Табл. П4. Мониторинг предприятий: основные характеристики выборки

	2019	2020	2021	2022	2023	Среднее 2019–2023
Число компаний						
Всего до фильтрации	4 541	5 854	6 912	7 794	9 008	6 822
Всего без ошибок отчетности	4 396	5 614	6 620	7 490	8 662	6 556
без % нагрузки	1 747	2 300	2 907	3 446	4 028	2 886
с % нагрузкой	2 649	3 314	3 713	4 044	4 634	3 671
без выбросов	2 569	3 214	3 601	3 922	4 494	3 560
доля выборки*, %	58%	57%	54%	52%	52%	54%
Выручка, млрд руб.						
Всего до фильтрации	25 901	29 364	40 556	41 103	39 825	35 350
Всего без ошибок отчетности	25 527	29 076	40 099	40 927	39 618	35 050
без % нагрузки	4 638	4 135	6 064	4 249	4 359	4 689
с % нагрузкой	20 889	24 941	34 035	36 678	35 259	30 360
без выбросов	20 385	24 593	33 576	36 134	34 766	29 891
доля выборки*, %	80%	85%	84%	88%	88%	85%
Себестоимость, млрд руб.						
Всего до фильтрации	19 386	21 541	27 309	28 690	30 160	25 417
Всего без ошибок отчетности	19 386	21 541	27 309	28 689	30 160	25 417
без % нагрузки	3 614	3 272	4 475	3 195	3 329	3 577
с % нагрузкой	15 773	18 269	22 834	25 494	26 832	21 840
без выбросов	15 342	18 001	22 562	25 082	26 451	21 488
доля выборки*, %	79%	84%	83%	87%	88%	85%
Процентные расходы, млрд руб.						
Всего до фильтрации	595	679	634	945	1 123	795
Всего без ошибок отчетности	589	663	627	940	1 106	785
без % нагрузки	0	0	0	0	0	0
с % нагрузкой	589	663	627	940	1 106	785
без выбросов	564	632	596	864	1 017	735
доля выборки*, %	96%	95%	95%	92%	92%	94%

* В % к выборке после технической фильтрации (то есть без ошибок отчетности).

Источники: Мониторинг предприятий (Банк России), расчеты авторов.

Табл. П5. Фильтрация выборки: пограничные значения по показателю «Процентные расходы / себестоимость продаж», в %

	2019	2020	2021	2022	2023	Среднее 2019–2023
СПАРК						
min 1,5%	0,004	0,003	0,003	0,004	0,004	0,003
max 1,5%	245	218	201	216	217	219
Мониторинг предприятий (Банк России)						
min 1,5%	0,007	0,004	0,004	0,005	0,005	0,005
max 1,5%	56	51	52	76	71	61

Источники: СПАРК, Мониторинг предприятий (Банк России), расчеты авторов.

Табл. П6. Распределение числа компаний, их выручки и себестоимости по уровню процентных расходов к себестоимости продаж

Проц.расх. / себест., %	СПАРК					Мониторинг				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
	Число компаний									
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
≤0,5	38%	41%	44%	40%	37%	25%	31%	35%	32%	34%
(0,5; 1]	14%	14%	14%	15%	15%	13%	14%	17%	15%	14%
(1; 2]	14%	14%	13%	14%	15%	19%	18%	17%	17%	17%
(2; 3]	7%	7%	6%	7%	8%	12%	10%	9%	10%	10%
(3; 5]	7%	7%	6%	7%	8%	13%	10%	9%	9%	9%
(5; 10]	7%	6%	6%	6%	7%	10%	8%	8%	9%	9%
(10; 20]	4%	4%	4%	4%	4%	5%	6%	4%	5%	5%
(20; 30]	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	1%	1%
(30; 50]	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
(50; 100]	2%	2%	2%	2%	2%	0,2%	0,0%	0,0%	1%	1%
>100	1%	1%	1%	1%	1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Справочно:										
≤2	67%	69%	72%	69%	67%	57%	63%	68%	63%	65%
≤5	81%	83%	84%	83%	83%	81%	83%	85%	82%	84%
Проц.расх. / себест., %	Выручка от продаж									
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
≤0,5	33%	35%	35%	33%	35%	17%	19%	23%	17%	22%
(0,5; 1]	12%	14%	15%	16%	11%	12%	9%	11%	19%	9%
(1; 2]	16%	15%	14%	14%	14%	15%	17%	14%	9%	19%
(2; 3]	7%	8%	10%	7%	8%	13%	12%	15%	6%	8%
(3; 5]	13%	10%	11%	14%	9%	19%	23%	25%	29%	7%
(5; 10]	12%	11%	10%	9%	15%	9%	7%	9%	9%	26%
(10; 20]	4%	4%	2%	4%	4%	10%	10%	2%	6%	5%
(20; 30]	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	3%	1%
(30; 50]	1%	1%	0,5%	1%	1%	2%	1%	0,3%	1%	2%
(50; 100]	1%	1%	1%	1%	0,5%	0,2%	0,0%	0,0%	0,2%	0,3%
>100	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Справочно:										
≤2	61%	64%	64%	63%	61%	44%	45%	47%	45%	51%
≤5	81%	82%	85%	83%	78%	77%	81%	87%	81%	66%

	СПАРК					Мониторинг				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
Проц.расх. / себест., %	Себестоимость продаж									
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
≤0,5	35%	37%	38%	35%	37%	18%	22%	24%	20%	23%
(0,5; 1]	13%	14%	16%	16%	12%	12%	10%	12%	19%	9%
(1; 2]	16%	15%	14%	15%	15%	17%	17%	15%	11%	20%
(2; 3]	7%	8%	10%	7%	8%	14%	13%	18%	7%	9%
(3; 5]	12%	10%	9%	13%	9%	22%	22%	19%	27%	7%
(5; 10]	11%	11%	9%	9%	14%	8%	7%	8%	9%	26%
(10; 20]	3%	3%	2%	3%	3%	7%	7%	2%	6%	4%
(20; 30]	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%
(30; 50]	1%	0,5%	0,4%	1%	1%	1%	0,5%	0,2%	0,5%	1%
(50; 100]	0,4%	0,4%	0,3%	0,4%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%
>100	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Справочно:										
≤2	64%	67%	68%	66%	63%	47%	50%	52%	49%	53%
≤5	84%	84%	88%	86%	81%	83%	84%	88%	83%	68%

Источники: СПАРК, Мониторинг предприятий (Банк России), расчеты авторов.

Табл. П7. СПАРК: маржинальность с учетом процентных расходов (*op.profit**), %

	Доля в выручке	Среднее					Медиана				
		2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
По отраслям											
Торговля	39,7	3,0	2,4	6,5	6,7	3,6	2,2	2,7	2,8	3,5	3,2
Обработка	18,6	7,9	9,0	11,3	10,1	9,5	2,9	3,2	3,0	3,9	4,1
Добыча	11,6	15,4	10,9	21,5	24,0	15,3	4,6	5,0	5,5	3,6	4,9
Логистика	7,2	5,4	1,4	4,4	5,5	8,2	2,3	2,1	2,3	2,7	3,2
Строительный сектор ¹	5,1	4,9	4,5	5,7	6,4	7,2	4,0	4,0	3,9	4,1	4,3
Электроэнергетика	4,8	8,2	8,2	9,5	8,3	9,0	1,9	2,1	2,4	2,0	2,1
Информация и связь	2,6	6,1	6,8	5,3	6,8	11,1	4,4	4,8	4,9	4,8	6,0
Сельское хозяйство ²	2,4	11,1	16,0	20,2	13,5	13,7	7,7	12,7	15,3	10,9	6,7
Водоснабжение	0,7	3,9	3,4	3,6	1,9	3,7	2,3	2,6	2,8	2,0	2,6
Гостиницы и общепит	0,6	0,0	-4,7	2,1	3,4	6,5	4,6	0,9	4,4	5,9	6,9
Прочие услуги, в т. ч.	6,8	5,5	5,3	11,6	12,8	11,6	5,8	5,5	6,4	6,2	7,0
Наука и техника	4,1	4,0	5,7	13,0	14,3	12,2	4,7	4,7	5,1	5,2	5,9
Администрирование	1,1	7,7	3,3	8,8	13,5	13,7	5,3	4,7	5,7	5,5	6,0
Культура и спорт	0,7	-2,6	-7,7	3,9	7,3	8,7	3,6	-2,2	4,0	4,9	6,7
Здравоохранение	0,4	7,3	10,4	11,6	7,5	9,7	6,6	6,8	8,0	7,3	8,8
Прочие услуги	0,3	-4,6	-0,7	6,3	4,6	5,5	5,6	3,2	4,6	5,3	6,0
Образование	0,1	1,9	4,3	3,2	0,8	4,2	4,3	3,5	4,0	3,7	5,5
Госуправление	0,0	12,9	27,2	6,9	7,5	6,8	6,1	7,5	5,3	7,0	6,6
По размеру компаний											
Крупные	81,8	7,0	5,5	10,8	10,2	8,2	2,6	3,4	3,7	4,8	4,8
Средние	8,1	3,8	5,1	6,0	6,8	7,0	2,6	3,4	3,5	4,6	4,6
Малые	8,1	3,7	5,6	6,3	6,1	5,9	3,1	3,4	3,6	4,2	4,2
Микро	2,0	3,6	4,3	4,8	2,7	1,3	3,5	3,4	3,6	3,7	3,7
Всего	100%	6,6	5,7	9,8	9,4	7,8	3,0	3,2	3,5	4,0	4,0

Примечание. Отрасли ранжированы по доле в себестоимости продаж экономики в целом.

¹ Строительство и операции с недвижимостью. ² Включая лесное хозяйство, рыболовство, рыбоводство.

Источники: СПАРК, расчеты авторов.

Табл. П8. СПАРК: процентные расходы / себестоимость продаж по децилям за кредитованности, %

Дециль закредитованности / год	Все компании с процентной нагрузкой					Из них: компании с долгом на конец года*				
	По показателю финансового рычага									
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
1 – наименее закредитованные	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7	0,5	0,5	0,4	0,9	0,9
2	0,5	0,4	0,4	1,2	1	0,5	0,6	0,5	0,9	1,2
3	0,6	0,7	0,5	0,9	0,8	1,2	1,0	0,8	1,7	1,3
4	1,2	1,0	0,8	1,2	1,2	1,6	1,4	1,1	2,1	2,4
5	1,6	1,6	1,2	2,2	2,2	2,3	2,1	2,2	2,2	3,4
6	2,5	3,1	2,6	2,6	3,5	2,7	3,2	2,8	3,7	3,5
7	5,2	2,5	2,3	3,7	3,5	5,1	4,7	3,7	4,4	5,3
8	4,4	4,9	3,6	5,4	5,5	5,6	4,1	3,3	6,3	5
9	6,5	6,5	5,9	6,9	8	8,1	7,1	6,9	6,9	9
10 – наиболее закредитованные	11,8	9,9	7,9	8,8	9,6	10,8	10,1	7,1	9,7	9,6
	По показателю отношения долга к доходу									
1 – наименее закредитованные	0,5	0,4	0,4	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4	1,0	1,0
2	0,3	0,4	0,3	0,9	1,0	0,8	0,7	0,7	1,1	1,2
3	1,5	0,5	0,7	1,3	1,2	1,7	0,9	0,8	1,6	1,7
4	1,2	1,1	0,9	2,4	1,6	1,7	1,9	2,2	2,1	2,0
5	1,8	1,9	2,2	1,8	2	2,4	2,0	1,7	3,1	2,8
6	3,0	2,1	2,1	2,8	4,2	3,7	2,3	2,8	3,4	3,1
7	3,6	2,4	3,4	4,2	3,6	4,3	2,6	3,9	5,2	5,7
8	5,1	3,7	3,1	4,2	4,4	6,3	4,1	4,2	4,7	4,7
9	6,0	3,6	4,1	5,2	5,7	4,8	5,5	3,6	4,7	5,5
10 – наиболее закредитованные	6,9	7,2	4,9	5,0	6,7	7,2	6,5	4,6	4,8	6,6
Убыточные компании	3	4,5	3,7	3,7	4,0	3,2	4,6	3,9	4,2	5,1
Среднее значение	3,3	3	2,5	2,9	3,1	3,5	3,3	2,7	3,4	3,7

* С процентной нагрузкой.

Источники: СПАРК, расчеты авторов.

Табл. П9. СПАРК: закредитованность, средневзвешенная, %

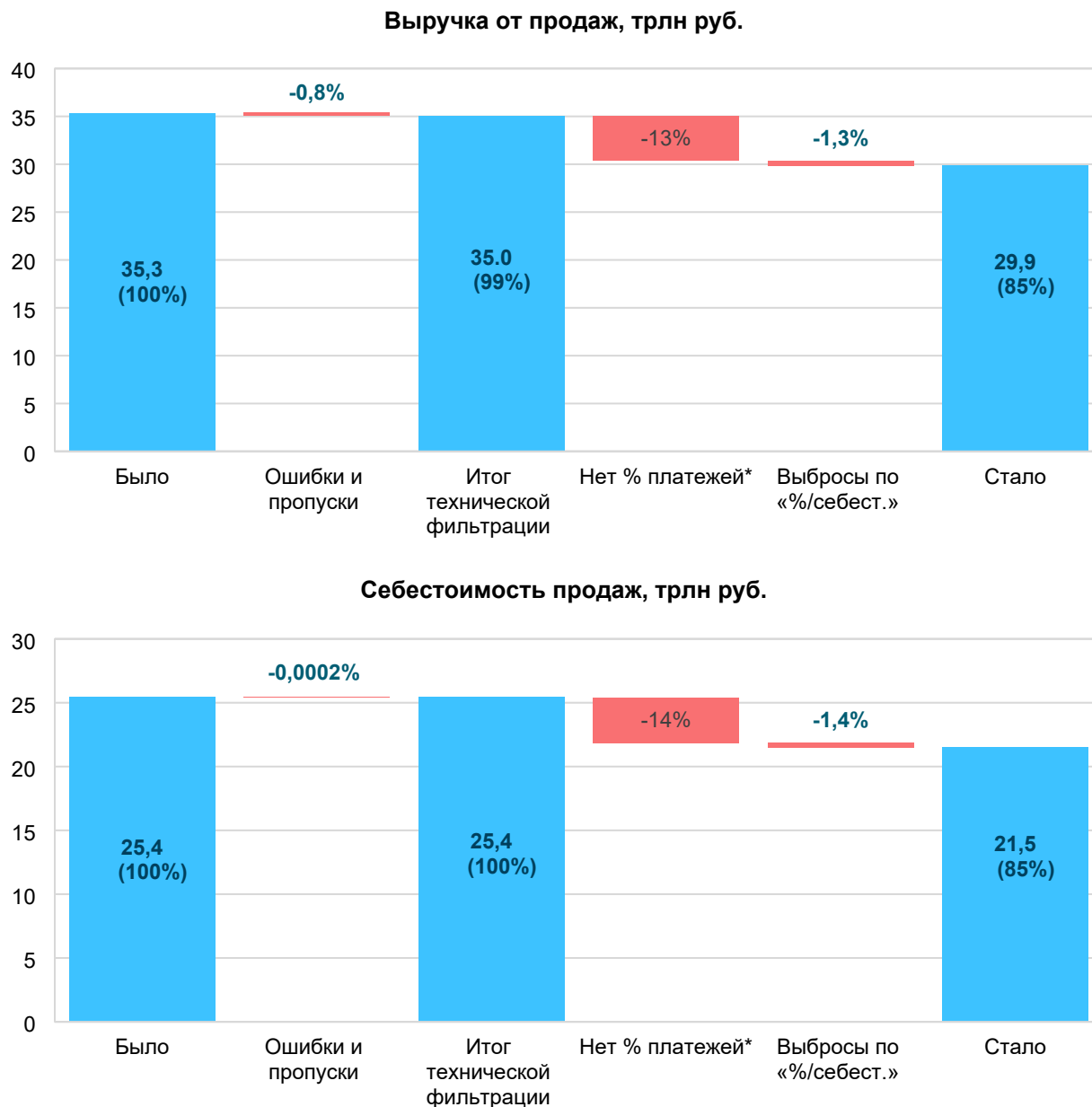
Отрасль	Доля в себест. в 2023 г.	Финансовый рычаг				
		2019	2020	2021	2022	2023
Торговля	40,5	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Обработка	16,0	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Добыча	10,2	0,4	0,4	0,4	0,2	0,3
Логистика	8,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Строительный сектор ¹	7,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Электроэнергетика	4,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Информация и связь	2,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Сельское хозяйство ²	2,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Водоснабжение	0,8	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Гостиницы и общепит	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5
Прочие услуги, в т. ч.	6,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Наука и техника	5,0	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Администрирование	0,7	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2
Культура и спорт	0,7	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2
Здравоохранение	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Прочие услуги	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Образование	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Госуправление	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0

Примечание. Отрасли ранжированы по доле в себестоимости продаж экономики в целом.

¹ Строительство и операции с недвижимостью. ² Включая лесное хозяйство, рыболовство, рыбоводство.

Источники: СПАРК, расчеты авторов.

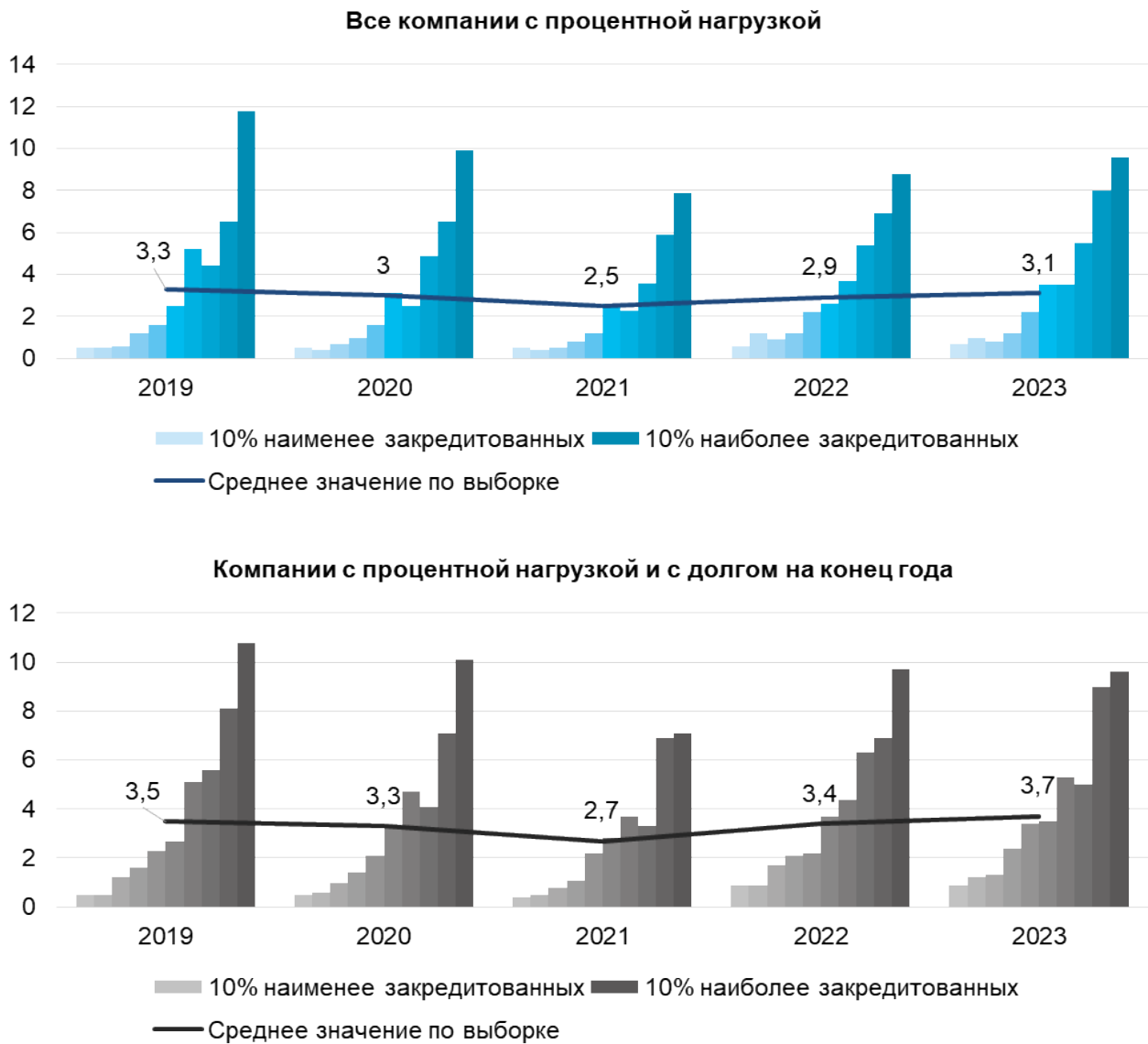
Рис. П1. Мониторинг предприятий: фильтрация данных в среднем за 2019–2023 годы



* В выборке Мониторинга отсутствуют компании с долгом, но без процентной нагрузки.

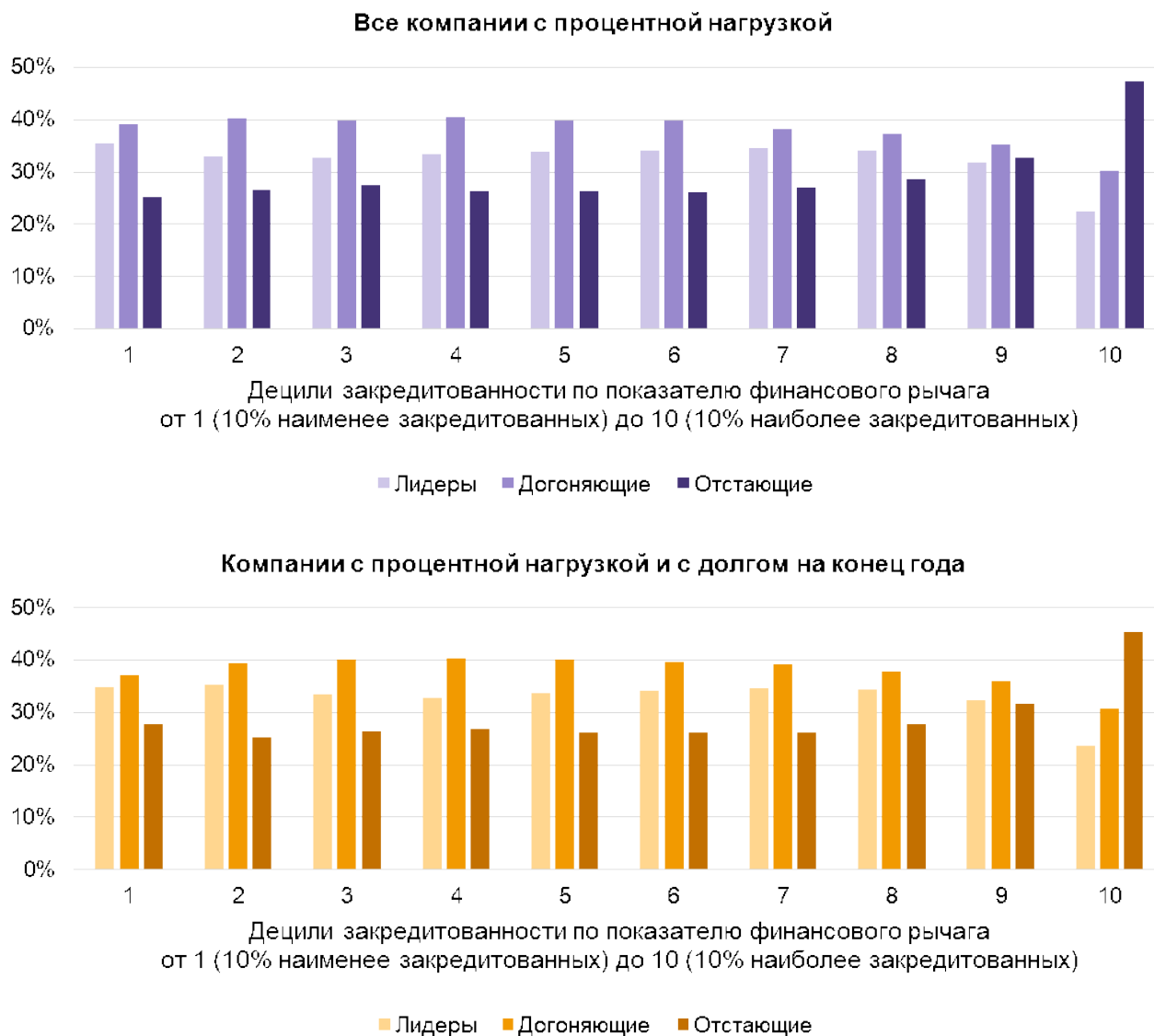
Источники: Мониторинг предприятий (Банк России), расчеты авторов.

Рис. П2. СПАРК: процентные расходы / себестоимость продаж в разрезе децилей по показателю финансового рычага, %



Источники: СПАРК, расчеты авторов.

Рис. ПЗ. СПАРК: распределение компаний по производительности, по децилям закредитованности (по показателю финансового рычага), 2023 год



Источники: СПАРК, расчеты авторов.