



# Комментарии о Государстве и Бизнесе

317

22 сентября 2020

*Все мнения, высказанные в данном обзоре, отражают точку зрения авторов и могут не совпадать с официальной позицией НИУ ВШЭ*

## Реальный сектор

### *Сентябрь 2020 г.: остановка восстановления и как с этим бороться?*

*В выпуске «Комментариев о Государстве и Бизнесе» № 305<sup>1</sup> задавался вопрос – оттолкнулись ли мы ото дна? Данные статистики и опросов за июль-август говорят о «замедлении всплытия» и в то же время об изменении структуры промышленности, в частности, о выравнивании динамики секторов под влиянием иссякания временных факторов роста и отсроченного падения инвестиционной активности в секторе крупных и средних компаний.*

*Прогноз по промышленности, построенный на основе опросов Росстата методом ARMAX, говорит о том, что к концу года темпы падения промышленности могут оказаться заметно больше, чем за январь-август; при этом предсказания по фондовым индикаторам сходны (за исключением сектора потребительских товаров). Возможно и продолжение восстановления, но для этого нужны более активные меры поддержки экономики.*

### Станет ли сентябрь месяцем, когда рост остановился?

Главный вопрос в сфере экономики сейчас состоит в оценке сроков полного ее восстановления и выхода в дальнейшем на ускоренные (относительно мировых) темпы экономического развития. Важной темой являются также ожидания второй волны пандемии, которая может прервать восстановление, однако ее мы здесь подробно рассматривать не будем, сосредоточившись на чисто экономических факторах.

Сейчас, в начале осени 2020 г., можно говорить о продолжающемся восстановлении экономики после почти пикирующего падения, начавшегося в апреле. ВВП, упав во втором квартале на 8% год к году, по итогам полугодия снизился, по оценкам Росстата, на 3,6%, а по итогам января-июля, по предварительной оценке Минэкономразвития России, на 3,8%. Значит ли это, что ситуация ухудшается?

У такого опасения есть свои резоны, так как большую роль в восстановлении играют временные факторы, в частности, отложенный потребительский спрос на товары и услуги

<sup>1</sup> См. URL: <https://www.hse.ru/pubs/share/direct/document/384182188.pdf>

(который уже удовлетворен, о чем будет сказано ниже) и вынужденное импортозамещение в сфере летнего туризма, когда заметную сумму российский средний класс в июле-августе потратил внутри страны, а не за рубежом. Кроме того, инвестиции в основной капитал по крупным и средним компаниям, которые в силу инерционности инвестиционных процессов, во втором квартале слабо отреагировали на кризис, сократившись, по нашим оценкам, лишь на 0,4% год к году, в дальнейшем могут усилить свое падение.

Интерес в связи с этим представляет анализ ситуации в промышленности, данные о состоянии которой поступают раньше остальных секторов. За январь-август выпуск промышленной продукции относительно того же периода прошлого года сократился на 4,5%<sup>2</sup>. Каковы перспективы восстановления в этом важном секторе экономики? Рассмотрим с этого ракурса августовские отчетные данные и опросные индикаторы Росстата о состоянии промышленности (вышедшие в начале сентября), а также индикаторы фондового рынка.

### Ситуация в промышленности в начале осени: признаки замедления восстановления при стабилизации структурных изменений

По данным Росстата, в августе 2020 г. спад промышленности год к году составил минус 7,2%, что заметно меньше, чем в мае и июне (табл. 1). О посткризисном восстановлении говорит и тот факт, что августовские данные со снятой сезонностью показывают рост месяц к месяцу, как по нашим расчётам (1,1%), так и по расчётам Росстата (0,5%).

**Таблица 1. Прирост промышленного производства в основных секторах промышленности в 2020 г., в %**

	I кв.	II кв.	Июл-авг	Янв-авг	Апр	Май	Июн	Июл	Авг
<b>Год к году</b>									
Промышленное производство, всего (Росстат)	1,5	-8,5	-7,6	-4,5	-6,6	-9,6	-9,4	-8,0	-7,2
Добыча полезных ископаемых	0,0	-10,3	-13,5	-7,2	-3,2	-13,5	-14,2	-15,1	-11,8
Обрабатывающие производства	3,8	-7,9	-3,7	-2,5	-10,0	-7,2	-6,4	-3,3	-4,1
Обеспечение электрической энергией, газом и паром; и пр.	-2,4	-3,6	-3,1	-3,0	-1,9	-4,1	-4,8	-2,6	-3,6
Водоснабжение; водоотведение, отходы и пр.	-1,2	-9,6	-6,9	-5,8	-11,4	-10,9	-6,5	-7,1	-6,8
<b>Месяц к месяцу, сезонность устранена</b>									
Промышленное производство, всего (сезонность устранена Росстатом)*	-0,2	-2,6	0,7	-0,9	-6,4	-1,0	-0,2	0,9	0,5
Промышленное производство, всего (сезонность устранена Институтом «Центр развития» НИУ ВШЭ)**	-0,5	-3,0	1,7	-0,9	-4,3	-5,8	1,4	2,4	1,1
Добыча полезных ископаемых	-0,7	-4,5	1,8	-1,5	-0,8	-11,4	-0,7	-0,7	4,3
Обрабатывающие производства	-0,7	-2,3	1,4	-0,8	-9,3	0,8	2,1	4,7	-1,8
Обеспечение электрической энергией, газом и паром; и пр.	0,3	-0,4	0,1	0,0	0,5	-1,5	-0,1	1,1	-1,0
Водоснабжение; водоотведение, отходы и пр.	1,7	-2,5	2,3	0,2	-7,4	-2,1	2,1	1,0	3,6

\*С исключением сезонного и календарного факторов.

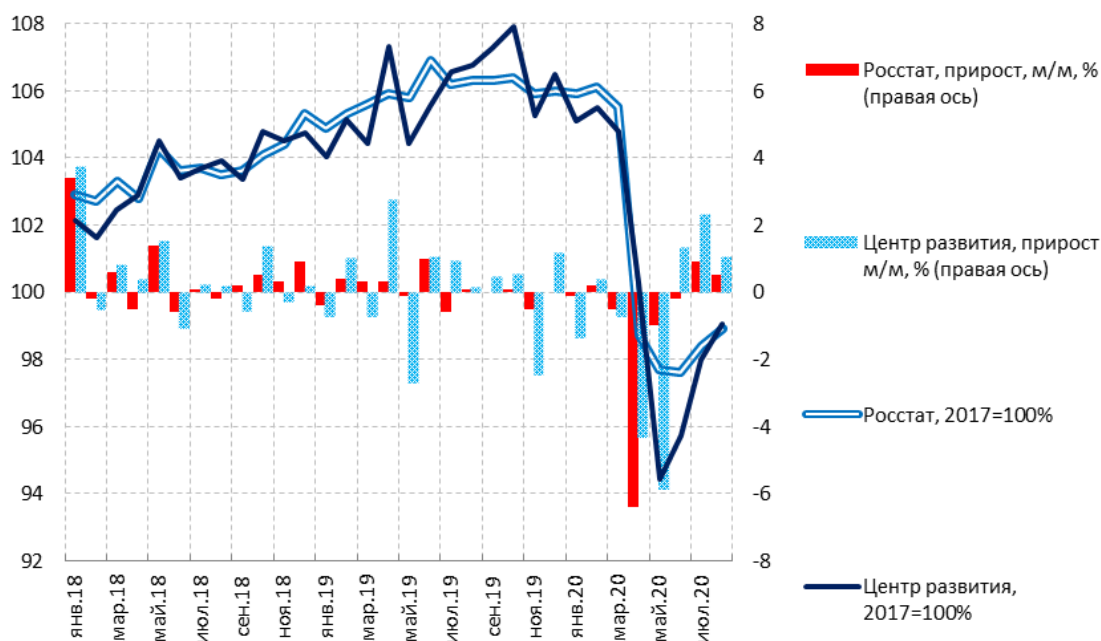
\*\* с исключением сезонного факторов.

Источник: Росстат, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ на основе данных Росстата.

<sup>2</sup> При этом базовые отрасли в целом упали за январь-июль на 4,3%, сельское хозяйство выросло на 3,3%, а платные услуги сократились на 10,3%. За январь-август данных пока нет.

При отсутствии принципиальных расхождений с нашими расчетами из данных Росстата все же следует, что восстановление началось только в июле, тогда как по нашим оценкам оно идет уже три месяца. Наша точка зрения частично подтверждается опросными индикаторами, хотя возможно, что наши расхождения с Росстатом объясняются просто разными методами устранения сезонности<sup>3</sup>. Пока пройдено меньше половины пути к достижению объемами промышленного производства докризисного уровня (рис. 1), и в связи с этим важен вопрос, есть ли какие-либо признаки остановки или движения вспять восстановительной динамики?

**Рис. 1. Динамика промышленного производства (2017 г. = 100%, сезонность устранена)**



*Примечание.* Росстат – с устранением сезонности и календарного фактора, Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ – сезонность устранена.

*Источник:* Росстат, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ на основе данных Росстата.

Тепловая диаграмма (табл. 2), составленная на основе индексов роста промышленных секторов «месяц к месяцу» с устраненной нами сезонностью, говорит о том, что после фронтального падения в апреле, в мае число оттенков красного упало с 20 до 12, а в июне преобладал зеленый цвет, сигнализирующий о разных темпах роста секторов. Однако в июле и августе число оттенков красного увеличилось до 5 и 12, что фактически снова стало говорить о предкризисной ситуации. Правда, в августе возобновился рост в добыче полезных ископаемых, которая после пятимесячного падения выросла к июлю на 4,3% со снятой сезонностью (табл. 1 и 2), однако при этом обрабатывающая промышленность, наоборот, перешла к падению (-1,8% месяц к месяцу) после трехмесячного роста.

<sup>3</sup> Росстат в своих ежемесячных отчетах о ситуации в промышленности указывает, что для оценки данных с исключением сезонного и календарного факторов используется программа "JDemetra+", однако конкретизации относительно непосредственного метода снятия сезонности в данных материалах нет. Мы для устранения сезонности используем автоматическое снятие сезонности методом Census X12 в программе EViews.

**Таблица 2. Теплограмма динамики секторов промышленности в январе-июле 2020 г., прирост за месяц со снятой сезонностью к предыдущему месяцу, в %**

	январь.20	февраль.20	март.20	апрель.20	май.20	июнь.20	июль.20	август.20	Доли в пром-ти в целом, %	Вклад в прирост пром-ти, п.п.
<b>ДОБЫЧА ПОЛЕЗНЫХ ИСКОПАЕМЫХ</b>	-1,3	-0,4	-0,2	-0,8	-11,4	-0,7	-0,7	4,3	34,3	1,48
<b>ОБЕСПЕЧЕНИЕ ЭЛЕКТРИЧЕСКОЙ ЭНЕРГИЕЙ, ГАЗОМ И ПАРОМ; И ПР.</b>	-0,5	0,7	0,8	0,5	-1,5	-0,1	1,1	-1,0	9,6	-0,09
Производство кокса и нефтепродуктов	0,3	1,8	1,5	-6,0	-6,1	-3,6	3,6	1,0	9,2	0,09
Производство металлургическое	2,0	-2,8	-0,1	-4,2	-1,1	1,1	2,7	-2,0	8,9	-0,18
Производство пищевых продуктов	3,0	-1,9	0,9	-1,2	-3,7	1,8	-0,4	0,6	7,2	0,04
Производство химических веществ и химических продуктов	-1,0	3,0	2,0	-2,9	0,9	-0,6	5,3	-2,4	3,7	-0,09
Производство прочих транспортных средств и оборудования	-11,9	5,0	-21,1	1,1	1,4	7,8	12,3	11,3	2,8	0,32
Производство прочей неметаллической минеральной продукции	1,9	0,3	-0,6	-15,2	3,3	4,6	1,4	0,0	2,4	0,001
Производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования	-28,1	7,7	9,4	-34,9	18,3	13,5	3,0	-0,6	2,4	-0,01
<b>ВОДОСНАБЖЕНИЕ; ВОДООТВЕДЕНИЕ, СБОР ОТХОДОВ И ПР.</b>	2,2	-0,5	3,4	-7,4	-2,1	2,1	1,0	3,6	2,4	0,09
Производство компьютеров, электронных и оптических изделий	-12,5	20,6	-24,3	-25,3	21,1	0,8	6,3	17,5	2,0	0,36
Ремонт и монтаж машин и оборудования	26,0	-6,7	-13,9	-12,2	-2,2	1,1	8,2	5,5	2,0	0,11
Производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки	7,2	-6,8	-5,1	-10,8	10,5	5,0	13,9	-10,0	1,9	-0,19
Производство напитков	0,2	-6,0	0,7	-1,0	-5,2	10,0	9,3	-7,7	1,7	-0,13
Производство автотранспортных средств	-8,3	6,3	-3,0	-52,5	36,0	31,9	32,5	-22,9	1,3	-0,31
Обработка древесины и производство изделий из дерева	-2,3	1,8	-4,2	-12,5	4,4	9,3	10,6	-5,9	1,2	-0,07
Производство резиновых и пластмассовых изделий	2,7	-0,4	0,9	-11,0	-2,8	11,0	2,8	-0,2	1,2	-0,003
Производство электрического оборудования	-1,2	1,5	-6,4	-23,6	13,0	8,9	2,9	-4,0	1,2	-0,05
Производство бумаги и бумажных изделий	1,3	-1,4	1,2	-4,1	-6,4	6,3	1,5	-0,2	1,0	-0,001
Производство лекарственных средств и материалов для медицины	-9,7	12,4	-3,8	4,9	-2,4	14,4	-8,9	3,5	0,7	0,02
Производство табачных изделий	15,8	-6,4	-6,0	-15,5	17,5	-2,1	11,3	-10,3	0,6	-0,06
Производство прочих готовых изделий	5,3	-6,6	-5,8	-36,0	48,4	24,4	-6,2	4,9	0,5	0,03
Деятельность полиграфическая и копирование носителей информации	20,3	-22,4	0,6	-5,8	-7,5	1,8	-0,4	8,1	0,4	0,03
Производство мебели	-5,0	1,5	4,7	-25,2	23,8	2,2	16,7	-9,1	0,4	-0,04
Производство текстильных изделий	-2,5	-3,4	10,6	-11,3	-1,6	11,3	0,1	0,3	0,3	0,001
Производство одежды	-8,9	-2,2	-4,7	-19,4	20,5	4,8	11,4	-9,1	0,3	-0,03
Производство кожи и изделий из кожи	3,3	-2,6	-1,1	-43,3	17,1	24,7	9,0	-3,9	0,2	-0,01

*Примечание.* Темно-зеленый цвет – прирост больше 3%, светло-зеленый цвет – прирост от 0,3 до 3%; желтый цвет – прирост +0,3%, красный цвет – падение больше минус 3%, розовый цвет – падение от минус 0,3% до минус 3%.

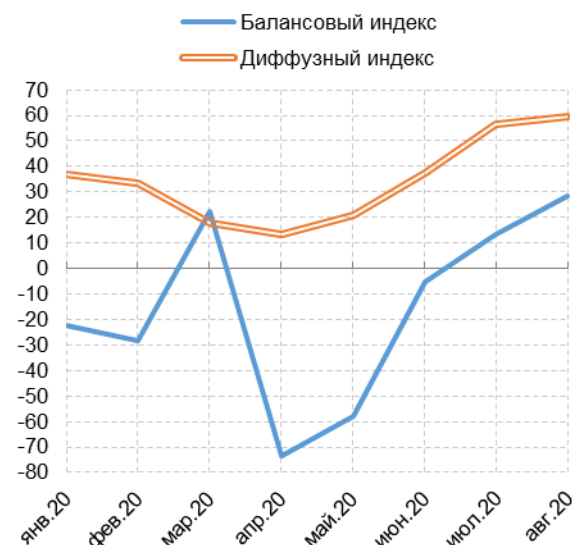
*Источник:* расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ с использованием данных Росстата.

Хотя балансовый и диффузный индексы после прохождения «дна» в апреле стабильно увеличиваются и при этом диффузный индекс в июле превысил значение 50 (рис. 2), что говорит не просто об улучшении ситуации, а о переходе к росту, однако «рокировка» между добычей и обработкой в августе не очень хорошо характеризует перспективы дальнейшего восстановления в промышленности. Конечно, снижение добычи нефти в рамках соглашения ОПЕК++ является весьма важным фактором снижения объемов промышленного выпуска. Так, падение добычи нефти на 13,1 и 7,3% год к году в августе и январе-августе соответственно вносит вклад в падение промышленности в размере 4 и 1,8 п.п., то есть 55 и 40% всего спада. Однако быстрое восстановление добычи ограничено не столько технологически, сколько слабой конъюнктурой мирового нефтяного рынка. Определенное сдерживающее воздействие на инвестиционную активность в секторе добычи окажут озвученные планы правительства по увеличению налоговой нагрузки, которая и до этого наряду с неопределенностью и слабым внутренним спросом, если судить по опросам Росстата, входила в тройку лидеров среди факторов, ограничивающих экономический рост.

При этом обрабатывающая промышленность не имеет пока устойчивых драйверов роста спроса на ее продукцию. Отложенный спрос на потребительские товары, видимо, уже в значительной мере удовлетворен, и в августе снизилось производство одежды, кожаных изделий и мебели (табл.2).

Правда, продолжается ускоренный рост производства некоторых видов бытовой техники (в частности, стиральных машин) и товаров для отделки жилья. Спрос на инвестиционные товары и стройматериалы в целом, который в июле вроде бы начал выражаться в росте соответствующих секторов, в августе, похоже, начал иссякать: зеленые оттенки перешли в красные в металлургии, в производстве готовых металлических изделий, электрооборудования, автотранспортных средств, машин и оборудования, не включенных в иные группировки. При этом продолжается ускоренный рост производства сельхозтехники, медицинского оборудования, товаров для отдыха внутри страны (в частности, прогулочных судов). Околонулевой (желтый цвет) после трехмесячного ралли стала динамика производства отрасли стройматериалов в целом (табл. 2).

**Рис. 2. Балансовый и диффузный индексы промышленного роста в январе-августе 2020 г.**

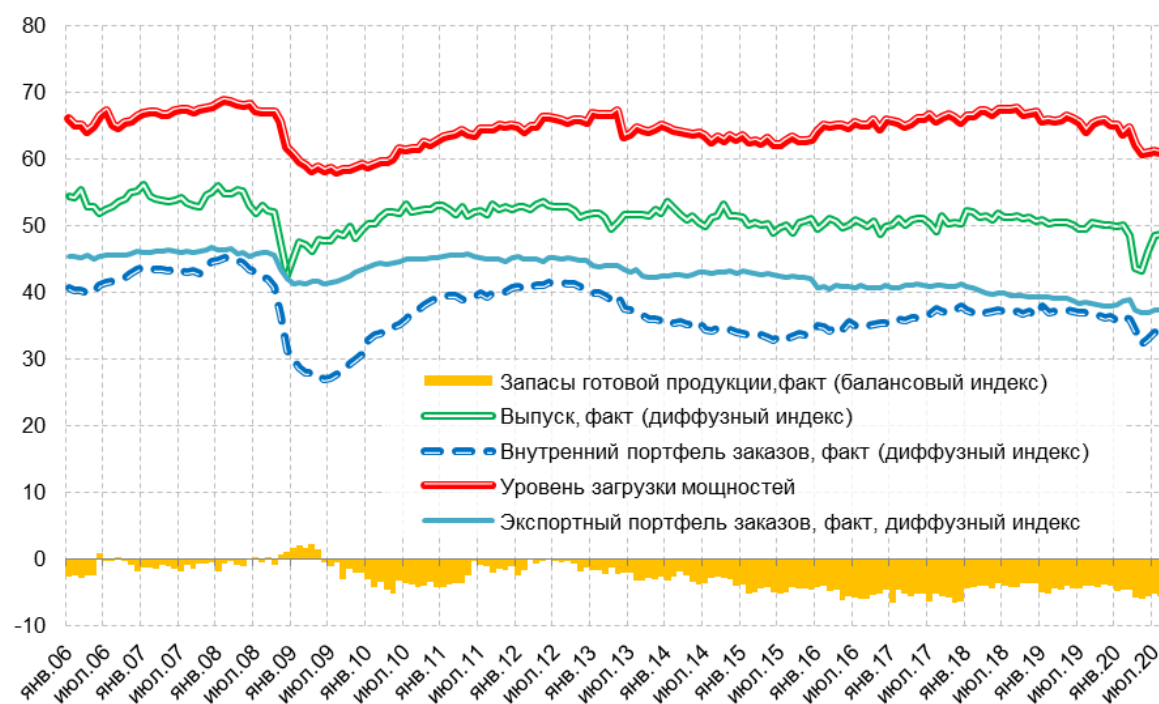


*Примечание.* На теплограмме (см. табл. 2) показаны темпы прироста выпуска в секторах и их доли в совокупной добавленной стоимости промышленности по убыванию; балансовый индекс на данном графике – сумма долей «зелёных» минус сумма долей «красных»; диффузный – сумма долей «зелёных» минус половина суммы долей «жёлтых»; о цветах см. примечание к таблице. Обычно балансовый и диффузный индексы при анализе, например, опросных данных, связаны тождеством, однако в данном случае сегмент, обозначенный желтым цветом, может характеризоваться как слабым ростом, так и слабым падением. *Источник:* расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ на основе данных Росстата, табл. 2.

## Макро-факторы промышленной динамики и прогноз производства и фондового рынка на основе опросов

Некоторые тренды, важные для оценки и прогноза в промышленности, демонстрирует рис. 3, на котором показаны тенденции ряда опросных экономических индикаторов, рассчитываемых нами по отраслевой статистике Росстата.

**Рис. 3. Показатели экономической конъюнктуры в промышленности по данным опросов Росстата в январе 2006 г. – августе 2020 г. (промышленность в целом, сезонность устранена)**



*Примечание.*

Диффузный индекс в общем случае – доля опрошенных (в %), указавших на рост показателя в текущем месяце плюс 0,5\*доли опрошенных, указавших на неизменность показателя в текущем месяце. Диффузный индекс отличается от балансового тем, что в последнем учитывается разница (баланс) доли опрошенных (в %), указавших на рост и уменьшение показателя, а доля опрошенных, указавших на неизменность показателя, не учитывается.

Запасы готовой продукции (факт, балансовый индекс) – баланс (разность) долей респондентов (в %), отметивших «более чем достаточный» и «недостаточный» в отношении показателя в текущем месяце.

Выпуск (факт, диффузный индекс) – преобразованный авторами в диффузный индекс росстатовский индикатор – баланс (разность) оценок значения показателя, определяемого как доля респондентов, отметивших «увеличение» и «уменьшение» показателя в текущем месяце.

Внутренний и экспортный портфели заказов (факт, диффузный индекс): преобразованный авторами в диффузный индекс росстатовский индикатор – баланс (разность) оценок значения показателя, определяемого как доля респондентов, оценивших портфель заказов как «более чем достаточный» и «недостаточный» (в %).

*Источник:* расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ на основе данных Росстата.

Так, из опросных данных, преобразованным нами в диффузные индексы по промышленности в целом со снятой сезонностью, следует, что:

- в августе на более низком, чем перед кризисом, уровне, стабилизируется выпуск. Это может говорить о том, что **рост промышленного производства (если судить по опросам) в ближайшее время может остановиться;**
- **как следствие приостановки роста выпуска, загрузка производственных мощностей в августе не росла; в ближайшие месяцы это будет негативно влиять на инвестиционный спрос в экономике (загрузка наряду с реальной процентной ставкой и доступностью кредитов – важнейшие факторы, влияющие на инвестиции);**

- внутренний и экспортный портфели заказов в промышленности находятся гораздо ниже предкризисного уровня. При этом **в августе наблюдавшийся до этого слабый рост экспортных заказов сошел на нет, а промышленность подпитывалась лишь ростом внутреннего спроса;**
- **уровень запасов находится ниже нормы, что при росте оптимизма может способствовать увеличению выпуска даже при отсутствии роста внутреннего и внешнего спроса** (то есть предприятия будут работать на склад в надежде на рост спроса в будущем, или – это уже другая история – опасаясь увеличения инфляции).

Прогноз промышленного производства на ближайшие месяцы, рассчитанный по нашей модели с использованием свежей порции опросов Росстата по трем секторам промышленности<sup>4</sup>, выглядит не очень благоприятным. В ближайшее время вероятен переход к нулевым темпам роста со снятой сезонностью. В этом случае темпы роста год к году по промышленности в целом в сентябре-октябре будут около 7–8%, то есть несколько ниже, чем в августе, а в ноябре и декабре – минус 6 и 7% соответственно. Годовой итог по промышленности в целом при такой динамике – падение на 5,7%, что на 1,2% хуже, чем в январе-августе текущего года (табл. 1).

Поддержание роста промышленности и преодоление торможения при низком уровне запасов возможны при комплексном воздействии на ситуацию, в частности, при еще большем (ниже 4,25%) снижении ключевой ставки, а также при увеличении оптимистичности ожиданий бизнеса и уменьшении уровня неопределенности экономической ситуации. Однако пока, судя по поведению индекса VIX Московской биржи, неопределенность может только вырасти, что, с высокой степенью вероятности, проявится, в частности, в сентябрьских опросах Росстата. 18 сентября 2020 г. ключевая ставка Банка России осталась неизменной в силу, как было отмечено регулятором, того факта, что цены росли несколько быстрее его ожиданий по причине восстановления спроса после самоизоляции и из-за ослабления рубля. Однако, как мы видим из приведенных выше данных, выраженное восстановление спроса может остановиться, а рубль (если новые санкционные риски не реализуются) может получить импульс к среднесрочному укреплению в силу анонсированного в августе перехода ФРС США к таргетированию средней инфляции. Хотя такой метод инфляционного таргетирования в перспективе может создать проблему с заякоренностью инфляционных ожиданий, однако вряд ли это произойдет раньше полного выхода из нынешней рецессии, то есть за пределами 2021 г.

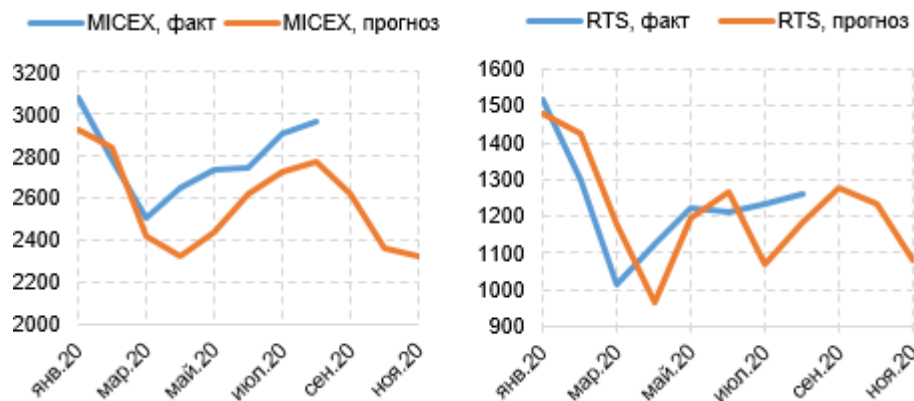
Если при этом все же удастся сохранить темпы роста со снятой сезонностью на уровне августовских, то есть примерно 1% в месяц, то в годовом выражении темпы падения промышленности составят в сентябре-октябре минус 6,5–7 и 6,4–6,6% соответственно, а далее до конца года уменьшатся до примерно минус 3–3,5%. В этом случае годовое падение промышленности составит минус 4,8–5,1%, то есть будет лишь немногим хуже показателя января-августа (минус 4,5%). Кажущийся парадокс, когда непрерывный рост со снятой сезонностью приводит к ухудшению итогового показателя, связан с эффектом базы.

Что касается прогноза фондовых индексов MICEX и РТС (которые в отличие от индексов развитых стран и большинства развивающихся рынков не достигли еще предкризисного

<sup>4</sup> Мы в данном случае используем метод ARMAX, задействуя в эконометрических расчетах в качестве регрессоров, в частности, опросные показатели Росстата по промышленности.

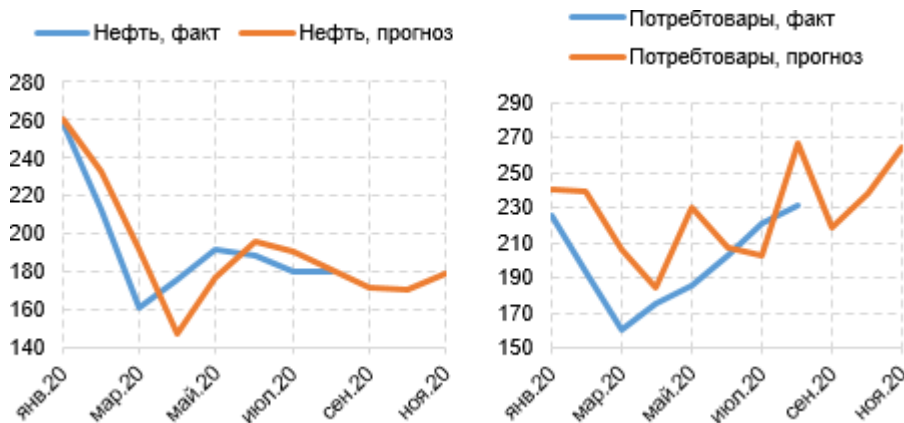
уровня), то их по итогам ближайшего квартала, вероятнее всего, ждёт падение (рис. 4). Также мы ожидаем, что отраслевые индексы цен на акции нефтяных компаний могут в ближайшие 2–3 месяца находиться в боковом тренде, а индексы цен акций компаний сектора потребительских товаров продемонстрируют рост (рис. 5)<sup>5</sup>.

**Рис. 4. Прогноз динамики (тренда) сводных фондовых индексов, январь-ноябрь 2020 г. (использованы ежемесячные индексы)**



Источник: расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ с использованием данных Московской биржи и Росстата (ежемесячные индексы).

**Рис. 5. Прогноз динамики (тренда) индексов акций нефтедобывающих компаний и производителей потребительских товаров, январь-ноябрь 2020 г.**



Источник: расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ с использованием данных Московской биржи и Росстата.

Данные прогнозы промышленности и фондового рынка в силу зависимости от опросных индикаторов и ожиданий будут уточнены и пересмотрены авторами после выхода (в конце сентября 2020 г.) следующей порции опросных данных Росстата.

*Валерий Миронов, Алексей Кузнецов*

<sup>5</sup> Данные прогнозы фондовых индексов являются предварительными, созданными в ходе научных исследований и ни в каком понимании не являются рекомендацией к покупке тех или иных финансовых активов. Эти прогнозы отражают точку зрения авторов данного текста, а не НИУ ВШЭ или Института «Центр развития» НИУ ВШЭ. Авторы не несут ответственности за точность данных прогнозов, их использование осуществляется исключительно на риск читателя.



### Команда Центра развития

Дарья Авдеева  
Наталья Акиндинова  
Елена Балашова  
Николай Кондрашов  
Людмила Коновалова  
Алексей Кузнецов  
Валерий Миронов  
Светлана Мисихина  
Анжела Назарова  
Сергей Пухов  
Наталья Самсонова  
Игорь Сафонов  
Сергей Смирнов  
Степан Смирнов  
Алёна Чепель  
Андрей Чернявский

### Ждем Ваших вопросов и замечаний!

**ЦЕНТР РАЗВИТИЯ:** тел. +7 (495) 772-95-90 доб. 23617, e-mail: [info\\_dcenter@hse.ru](mailto:info_dcenter@hse.ru), <http://dcenter.hse.ru/>

**ПРЕСС-СЛУЖБА НИУ ВШЭ:** тел. +7 (495) 772-95-67, e-mail: [press@hse.ru](mailto:press@hse.ru), <http://www.hse.ru>

Вся информация, представленная в настоящем выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах Института «Центр развития» НИУ «Высшая школа экономики». При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в выпуске, необходимо ссылаться на Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Исследование осуществлено в рамках программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2020 году.