



Комментарии о Государстве и Бизнесе

363

24 мая 2021 г.

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

Реальный сектор

О ситуации в промышленности и текущих перспективах ускорения экономического роста

В данном выпуске рассматривается текущая (с учетом первой половины мая 2021 г.) ситуация в экономике России и, прежде всего, в ее промышленном сегменте. Несмотря на то что по данным Росстата со снятой сезонностью в феврале-марте 2021 г. наблюдался рост промышленности, альтернативные оценки, наоборот, указывают на некоторое снижение объемов выпуска. Дополняющие картину опросные показатели Росстата за апрель по промышленности в целом, хотя и говорят о восстановлении докризисных объемов выпуска, однако также сигнализируют о недостаточном внутреннем спросе и низком уровне предпринимательской уверенности, что при 5–10%-ном снижении на фоне рецессии загрузки мощностей снижает склонность к инвестированию и наращиванию, таким образом, значительного сегмента спроса.

При этом ускорение инфляции сопровождается ужесточением денежно-кредитной политики, что при условии вероятного в среднесрочной перспективе снижения цен на нефть требует соразмерной активизации альтернативных мер поддержки экономического роста. Среди этих мер, в частности, можно выделить поддержку фондового рынка, который при его относительно слабом развитии в России (как по сравнению с развитыми странами, так и с Китаем) может быть важным дополнительным каналом привлечения инвестиционного фондирования для модернизации экономики – со стороны российских и (в идеале) иностранных частных инвесторов.

Данным Росстата доверяй, но проверяй!

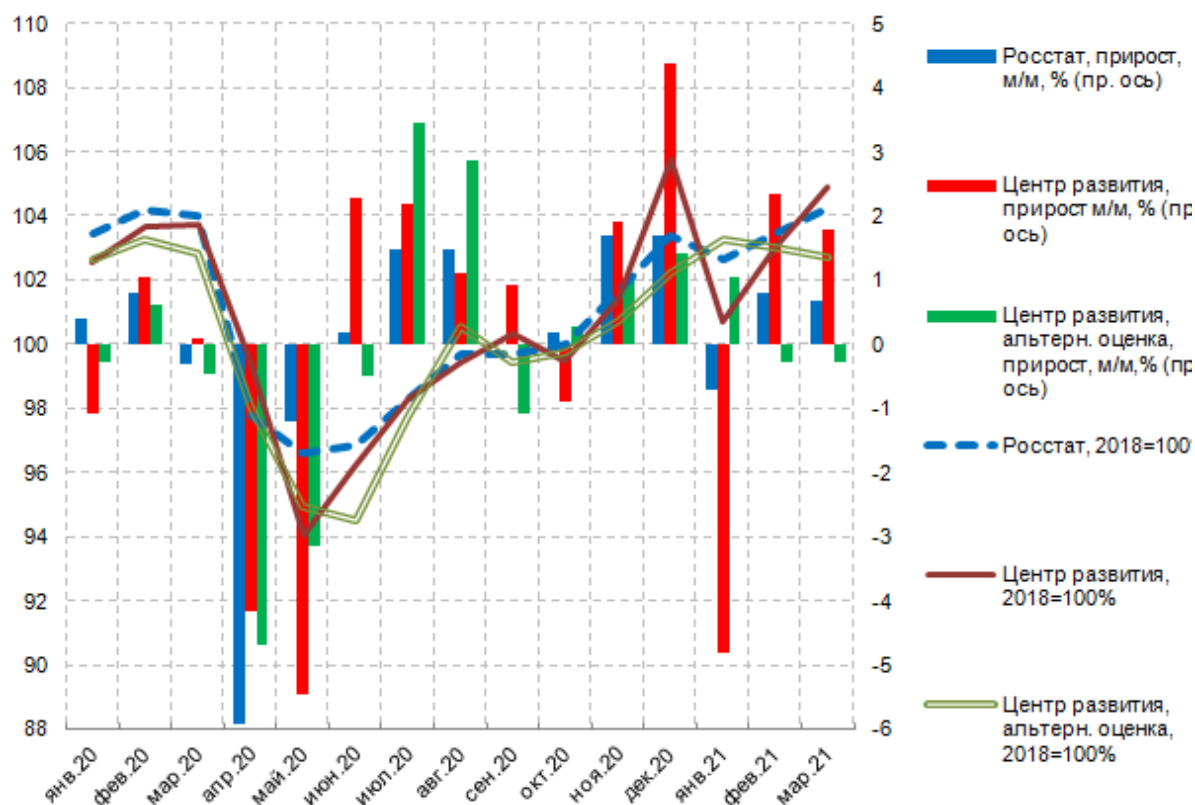
Недавняя публикация предварительных данных Росстата относительно динамики ВВП России в первом квартале 2021 г. говорит о снижении на 1% по отношению к аналогичному периоду прошлого года. Это лучше оценок Минэкономразвития (сокращение на 1,3%).

Как это соотносится с имеющейся информацией по промышленности – одному из важнейших сегментов российской экономики, по которому (в отличие от других секторов) есть оперативные данные по динамике выпуска продукции и рыночных цен на промышленные активы? Из данных Росстата следует, что в первом квартале 2021 г. промышленность, снизив выпуск на 1,3% год к году, упала сильнее ВВП. Это отличается от ситуации 2020 г., когда темпы падения промышленности (-2,6%) были меньше, чем у ВВП

(-3%). Рассмотрим данные со снятой сезонностью и устраненным календарным фактором. Такого рода показатели Росстата говорят об улучшении ситуации в первом квартале: после снижения промышленного выпуска в январе (-0,7% месяц к месяцу) в феврале и марте наблюдался рост на 0,8 и 0,7% соответственно (рис. 1). Аналогичное соотношение (только с большей амплитудой колебаний) получается и в наших расчетах на основе данных Росстата по четырем основным промышленным секторам.

Однако использование оригинальных альтернативных оценок, основанных на расчете интенсивности выпуска¹, говорит о прямо противоположной ситуации: после оживления (т.е. помесечного роста со снятой сезонностью) в ноябре 2020 – январе 2021 гг. промышленность вновь снизила интенсивность выпуска в феврале и марте текущего года (оба месяца по -0,3%) (рис. 1).

Рис. 1. Динамика выпуска в промышленности России в январе 2020 – марте 2021 гг. с учетом альтернативных методик (сезонность устранена)



Примечание. Оценки Института «Центр развития» НИУ ВШЭ получены двумя способами: расчетом на основе данных Росстата по секторам экономики и на основе альтернативных оценок, опирающихся на прямой учет динамики 272 видов промышленных товаров, и расчетом интенсивности производства (подробнее о методике см. сноску 1).

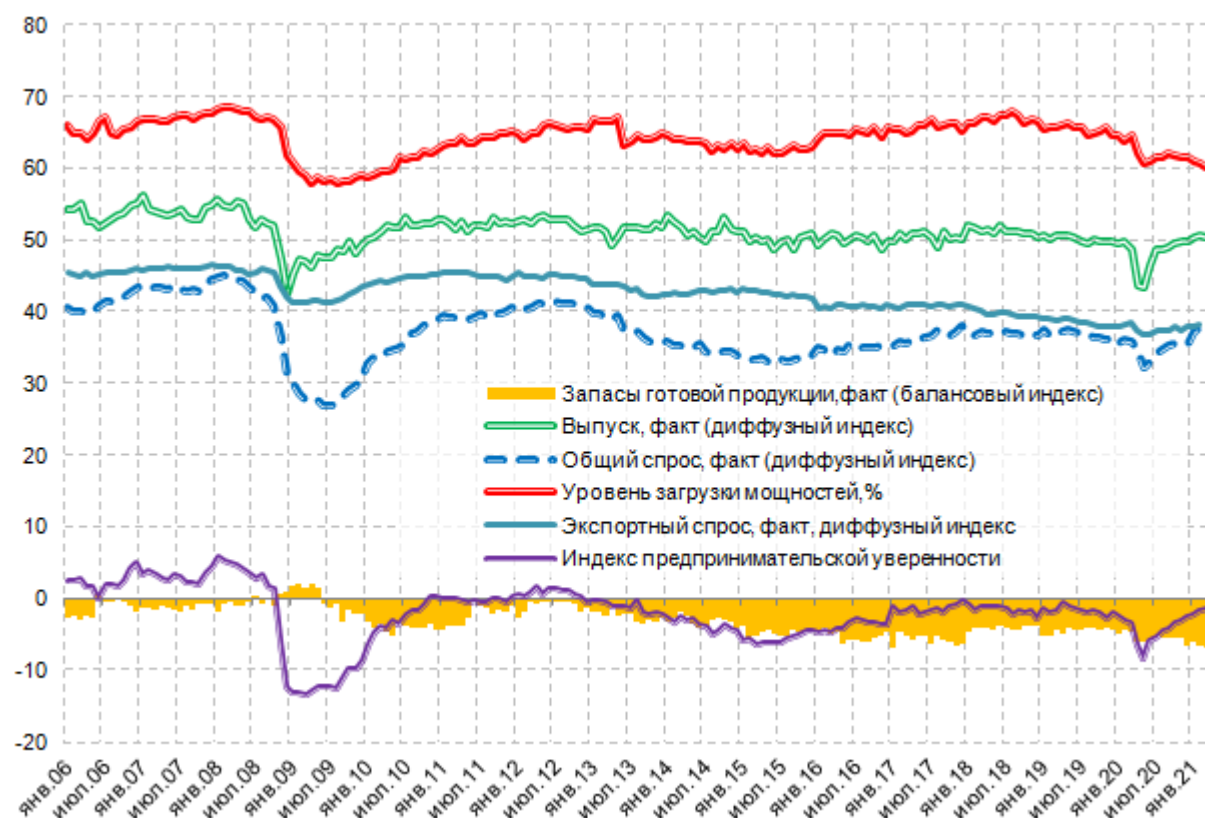
Источник: Росстат и расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ на основе обработки данных Росстата.

¹ Подробнее см. раздел «Индексы интенсивности промышленного производства» на сайте Института «Центр развития» НИУ ВШЭ (URL: <https://dcenter.hse.ru/mon/67374232.html>). Расчеты индексов интенсивности выпуска секторов российской экономики на регулярной основе проводятся Отделом анализа отраслей реального сектора и внешней торговли Института «Центр развития» НИУ ВШЭ (руководитель работы Э.Ф. Баранов; автор математической модели сезонной корректировки и реализующего ее программного обеспечения В.А. Бессонов). Отметим, что показатели интенсивности рассчитываются для каждого из 276 важнейших видов промышленной продукции, а затем последовательно агрегируются в индексы интенсивности для 31 детализированного вида экономической деятельности, 3 агрегированных видов экономической деятельности и для промышленного производства в целом. Из-за различий в методологии публикуемый в ежемесячном оперативном докладе индекс интенсивности промышленного производства в целом зачастую не совпадает с аналогичным по содержанию индексом промышленного производства с исключением сезонного и календарного факторов, рассчитываемым Росстатом, за один и тот же месяц.

Что говорят о промышленной конъюнктуре апрельские опросы Росстата?

Некоторые важные для оценки ситуации тренды прогноза ее развития и осмысления мер воздействия на среду обитания промышленных компаний демонстрирует рис. 2 и рис. П1–П3 в Приложении, где отображены тенденции ряда опросных экономических индикаторов, публикуемых Росстатом и обработанных нами.

Рис. 2. Показатели экономической конъюнктуры² в промышленности в целом по данным опросов Росстата в январе 2006 г. – апреле 2021 г. (сезонность устранена)



Примечание. См. сноску 1.

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

Из первичных опросных данных по трем основным секторам (добыча, обработка и электроэнергетика), преобразованных нами в диффузные индексы со снятой сезонностью по промышленности в целом, можно сделать следующие выводы относительно текущей экономической конъюнктуры:

² 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 %).

1. Объем выпуска в промышленности в апреле 2021 г. (в отличие от остальной экономики) практически достиг предкризисного уровня. Здесь в апреле наблюдался рост диффузного индекса, характеризующего объем выпуска в промышленности в целом, на 1 п.п. к марту. При этом наиболее интенсивно восстанавливалась добыча полезных ископаемых (+1,3 п.), электроэнергетика (+1,2 п.) и обработка (+0,6 п.). Опережающий рост выпуска в добывающей промышленности, диффузный индекс которой наконец превысил 50%, можно объяснить смягчением ограничений на добычу нефти, а в электроэнергетике – холодной весной.

2. Загрузка производственных мощностей, которая в ходе кризиса упала в секторах промышленности на 5–10%, в апреле 2021 г. практически не изменилась по сравнению с мартом (-0,2 п. в целом при -0,7 п. в электроэнергетике), а в марте рост был зафиксирован только в обрабатывающей промышленности. Тот факт, что текущий уровень загрузки мощностей находится по-прежнему заметно ниже предкризисного уровня, не способствует (при прочих равных) быстрому росту инвестиций. Хотя при этом возможны вложения в новые мощности в соответствии с изменившейся структурой спроса, однако выявить такие изменения в условиях высокого уровня неопределенности (о котором также говорят опросы) предприятиям нелегко. Кроме того, **заметное снижение загрузки мощностей является аргументом против слишком быстрого ужесточения денежно-кредитной политики в России.**

3. Диффузный индекс, характеризующий внутренний спрос в промышленности в целом, в апреле 2021 г. вырос по отношению к марту на 0,7 п.п., к декабрю 2020 г. – на 2,8 п.п., выйдя на весьма высокий уровень, который наблюдался последний раз в 2017 г.³ Тем не менее этот показатель пока далек от величины 2012 г., когда экономика еще не была в стагнации. **При этом недостаток внутреннего спроса, судя по опросам Росстата, уже значительное время является одним из трех важнейших (наряду с неопределенностью и высоким уровнем налогов) препятствий для экономического роста.**

4. Диффузный индекс, характеризующий экспортный портфель заказов (внешний спрос) в промышленности в целом, упал в апреле 2021 г. на 0,5 п.п. после роста в феврале-марте на 0,7 п.п. в целом. Внешний спрос восстанавливается гораздо медленнее внутреннего. Индекс, характеризующий экспортный портфель заказов, в апреле упал в добывающей промышленности и был практически неизменным в обрабатывающей промышленности и энергетике. При этом в целом цифры говорят о восстановлении внешнего спроса на топливно-энергетическое сырье (в апреле индекс был приблизительно на уровне 2019 г.).

5. Уровень запасов во всех трех секторах промышленности по-прежнему находится ниже нормы (приближаясь к ней в электро- и теплоэнергетике), что при росте оптимизма может способствовать увеличению выпуска даже при отсутствии роста текущего спроса.

6. Индекс предпринимательской уверенности в апреле увеличивался в добывающей и обрабатывающей промышленности (при стабильности в обрабатывающей промышленности на фоне ее более раннего восстановления до докризисного уровня), в электроэнергетике же остался практически неизменным. При этом, однако, уровень предпринимательской уверенности (2017–2021 гг.) заметно ниже уровней 2011–2013 гг. и 2006–2008 гг. (рис. 2).

³ Внутренний спрос в апреле рос во всех трех секторах (наименее выраженный рост – в добыче полезных ископаемых). Здесь после провала в первой половине прошлого года он достиг уровня 2019 г.

Таким образом, ситуация с точки зрения устойчивости восстановления российской промышленности пока остается нестабильной, требуя снижения неопределенности, роста уровня предпринимательской уверенности, постоянного мониторинга быстро меняющейся экономической конъюнктуры с целью адаптации разнообразных мер поддержки.

О ситуации в мае и рисках ухудшения конъюнктуры

Секторальные индексы российского рынка акций говорят о растущей угрозе торможения внутреннего спроса. Динамика этих индексов в последние недели (включая май) свидетельствует о торможении спроса на акции компаний, производящих потребительские товары, а также о росте в последние месяцы цен на активы преимущественно тех промышленных секторов, которые связаны с внешним рынком, где быстро растет спрос и цены на многие виды сырья (прежде всего, это химическая промышленность и металлургия).

В то же время отраслевые индексы цен на акции нефтяных компаний перестали расти, демонстрируя т.н. боковой тренд (рис. 3). Акции нефтяников сдерживают перспективы возвращения Ирана (при заключении новой атомной сделки и смягчении санкций) на нефтяной рынок, что приведет к снижению цен на нефть и некоторому падению агрегированного спроса (при прочих равных) внутри российской экономики.

Рис. 3. Динамика российских фондовых индексов в сфере промышленности в июне 2008 – мае 2021 гг., июнь 2008 г.=100% (данные на конец месяца и 20 мая 2021 г.)

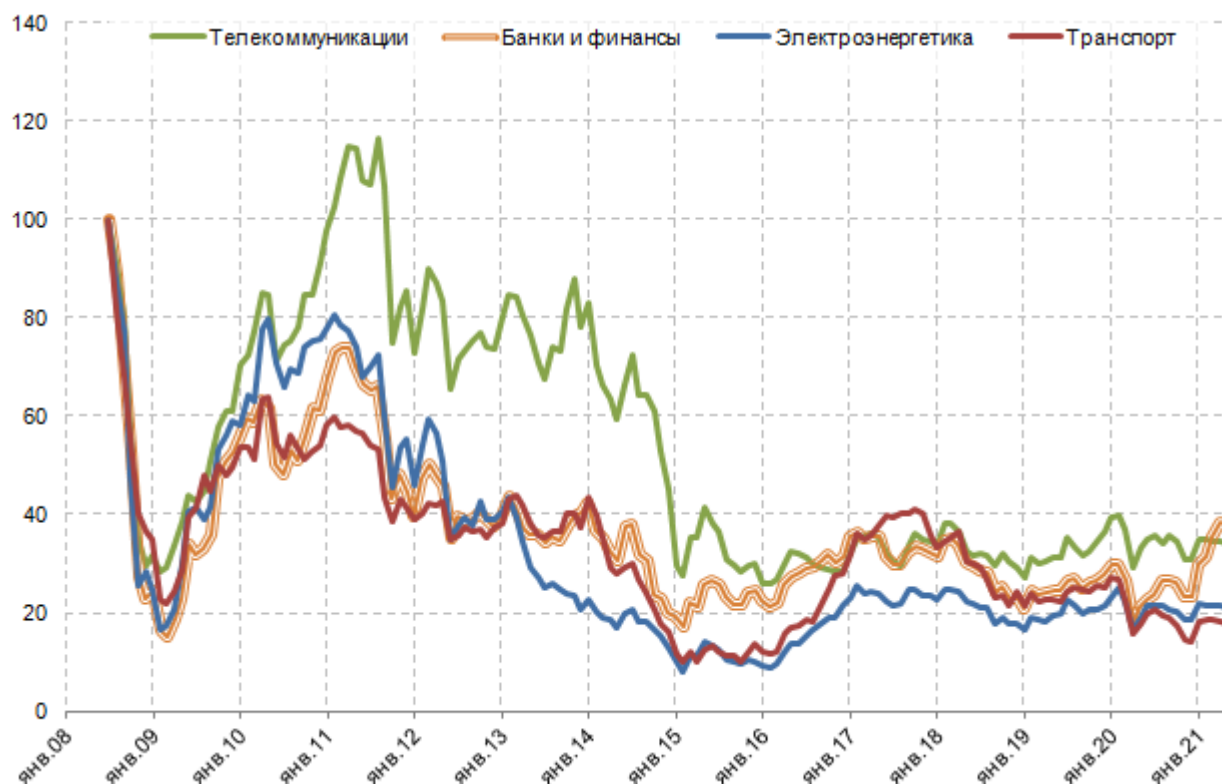


Источник: расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ на основе данных Московской биржи.

Другой опасностью для экономики России (помимо замедления и так дефицитного внутреннего спроса) является ускоряющаяся во всем мире и внутри страны инфляция, предвестником роста которой, как показывает мировой опыт, часто является опережающий

остальные сектора рост котировок банков на фондовом рынке. Этот эффект сейчас явно наблюдается и в российской экономике (рис. 4). Сохраняется также недоверие инвесторов к реальности намеченного «инфраструктурного рывка» российской экономики, о чем говорит стагнация котировок компаний инфраструктурных секторов (телекоммуникаций, электроэнергетики и транспорта) (рис. 4). На последнее влияет и общая ситуация неопределенности, свойственная российской экономике (что фиксируется опросами Росстата), удерживающая инвесторов от вложений в более долгосрочные проекты.

Рис. 4. Динамика российских фондовых индексов в сфере инфраструктуры в июне 2008 – мае 2021 гг., июнь 2008г.=100% (данные на конец месяца и 20 мая 2021 г.)



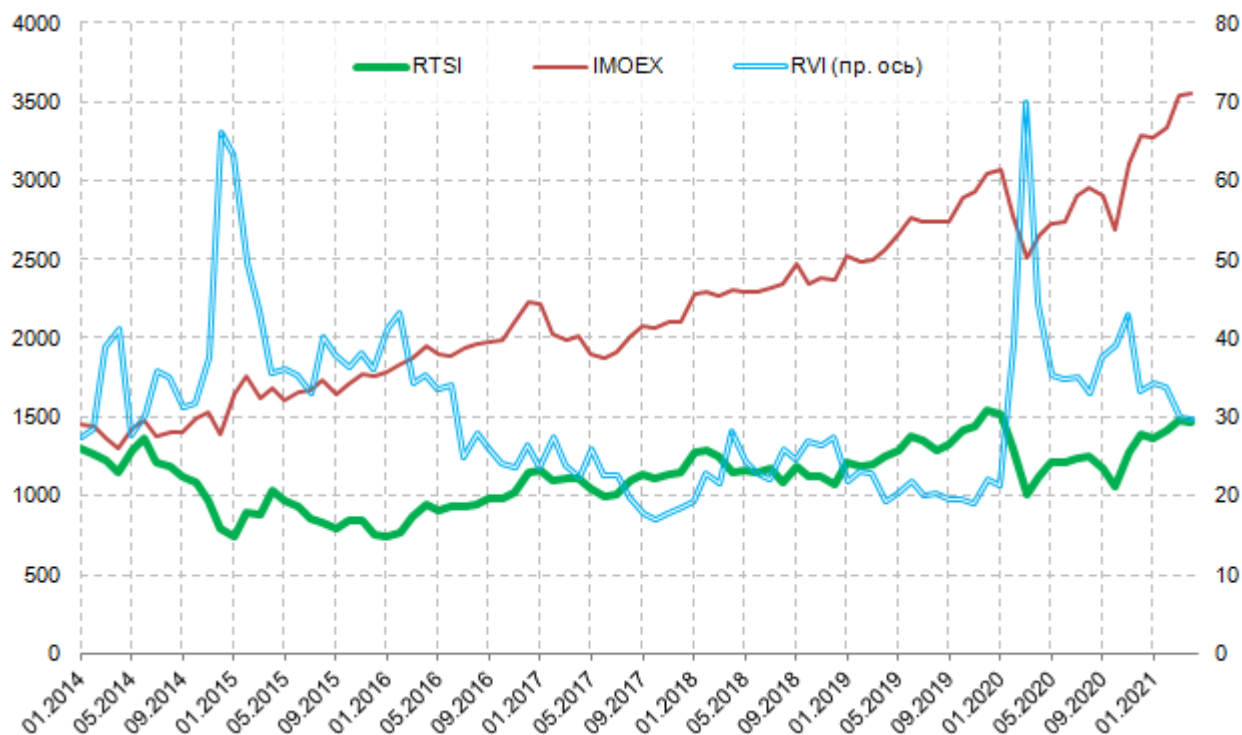
Источник: расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ на основе данных Московской биржи.

При этом можно отметить, что май 2021 г. российская экономика проходит лишь чуть менее напряженно, чем остальной мир, что связано с тем, что в отличие от большинства стран Россия пока получает выгоды от роста мировых цен на многие виды сырья (металлы, газ, сельскохозяйственная продукция, лесоматериалы и др.). Во многих развивающихся странах (за исключением Китая) пандемия не отступает, а в целом в мировой экономике наблюдается ускорение роста цен на фоне масштабного удорожания сырья, разрыва логистических цепочек и прочих проинфляционных факторов как со стороны предложения, так и спроса.

Угроза дальнейшего роста инфляции в США на фоне быстрого восстановления экономики, приближающегося момент сокращения мер поддержки экономики со стороны ФРС в форме QE и последующего повышения процентной ставки, нервнрует фондовые рынки и вызывает рост волатильности и индексов страха (VIX и прочие). В России же индекс волатильности

Московской биржи в первой половине мая был стабилен: он лишь немного вырос – с 27,6 до 27,4 за период с 30 апреля по 20 мая (рис. 5). При этом, правда, заметно снижается и привлекательность фондового рынка – прежде всего в связи с уже произошедшим повышением Банком России ключевой ставки и высокой вероятностью новых повышений, что приведет к повышению привлекательности банковских депозитов⁴.

Рис. 5. Динамика российских фондовых индексов и индикатора волатильности Московской биржи RVI в январе 2014 – мае 2021 г. (данные на конец месяца и 20 мая 2021 г.)



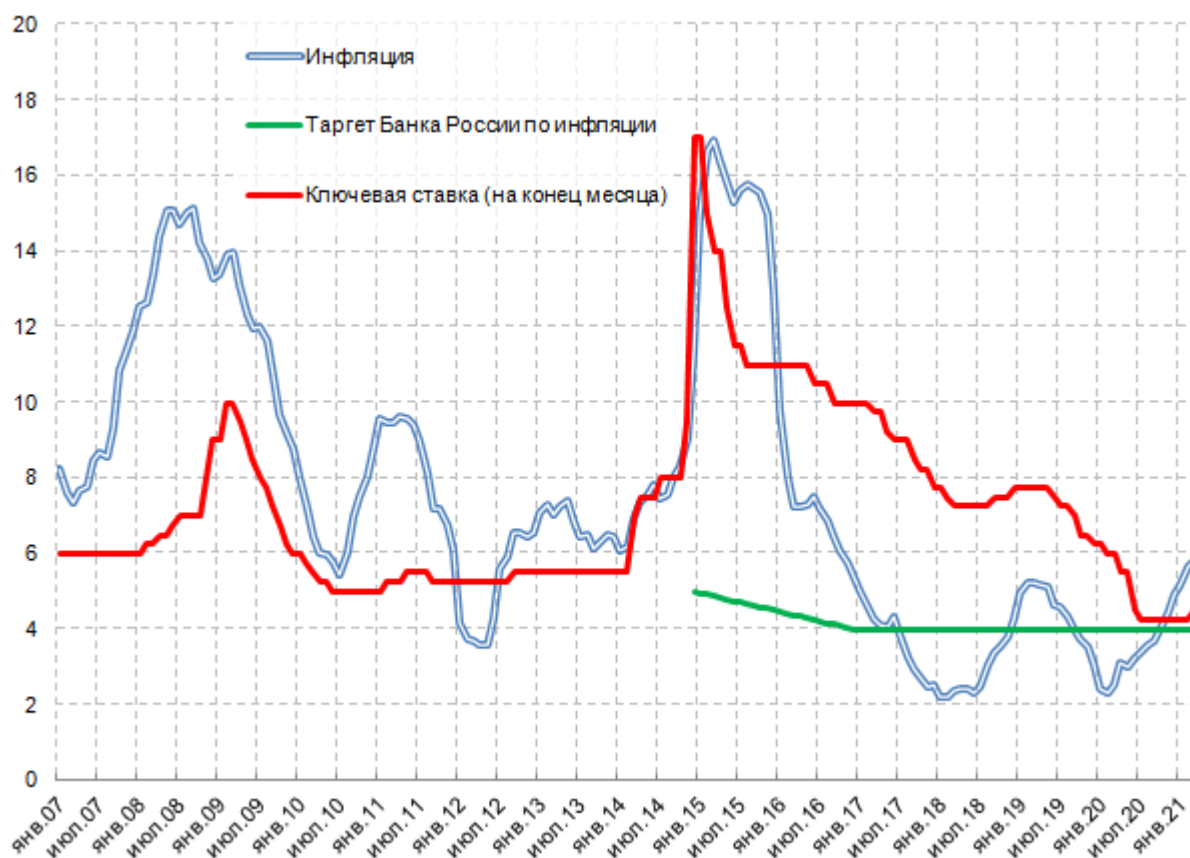
Источник: расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ на основе данных Московской биржи.

В этих условиях актуализируется важность поддержки инвестиционного процесса посредством фондового рынка. Его развитие позволяет инвестирующим компаниям напрямую привлекать средства не только институциональных, но и частных инвесторов, которые получают возможность инвестировать фактически «непосредственно через свой смартфон». Развитие этого канала инвестирования (при соответствующем усилении регулирования деятельности частных инвесторов, направленного на защиту от высоких рисков потерь собственных средств для неопытного инвестора) позволит снизить значимость другого (наряду с неопределенностью) ключевого ограничения экономического роста – а именно, высокого уровня налогообложения. В нынешней ситуации последний может иметь тенденцию к росту – с учетом необходимости финансирования национальных проектов и пока еще устойчиво не купированного резкого снижения притока ПИИ в российскую экономику.

⁴ Симптоматично, в частности, первичное размещение акций лесопромышленной компании Segezha Group из АФК «Система», состоявшееся в апреле 2021 г., которое не принесло роста цен на акции на бирже по сравнению с ценой размещения, несмотря на сырьевой бум на мировом рынке (в том числе в сфере продукции деревообработки). Этим ситуация отличалась от гораздо более успешных недавних IPO (например, компании Ozon из той же АФК «Система»).

Ранее мы писали, что в 2020 г. снижение притока ПИИ фактически было компенсировано значительным ростом размещения компаниями облигаций⁵. Но развитие рынка акций позволит диверсифицировать источники финансирования промышленности в дополнение к прибылям компаний, бюджетным средствам, банковским кредитам и долговому рынку. Кроме того, **в связи со вступлением мировой экономики в период повышенной инфляции привлекательность облигационного рынка падает по сравнению с рынком акций.** Последний в целом имеет хорошие перспективы развития в России на фоне высокого уровня развития ИКТ и пока низкой доли населения, оперирующего на этом рынке (около 2%, учитывая сильный рост в 2020 г., при примерно 40% в Японии и 45% в США). Конечно, важно иметь в виду и более низкие среднедушевые доходы в России по сравнению с этими двумя странами, однако дело не только в этом – например, в Китае доля лиц, оперирующих на рынке акций, также гораздо выше российской – около 10% по некоторым оценкам. При этом **в идеальном случае** (особенно при снижении рисков неэкономического характера) **возможно масштабное привлечение российскими компаниями средств иностранных частных инвесторов, учитывая определенную недооценку российского рынка с точки зрения фондовых мультипликаторов.**

Рис. 6. Динамика потребительской инфляции (CPI) и ключевой ставки в российской экономике



Источник: Росстат и Банк России.

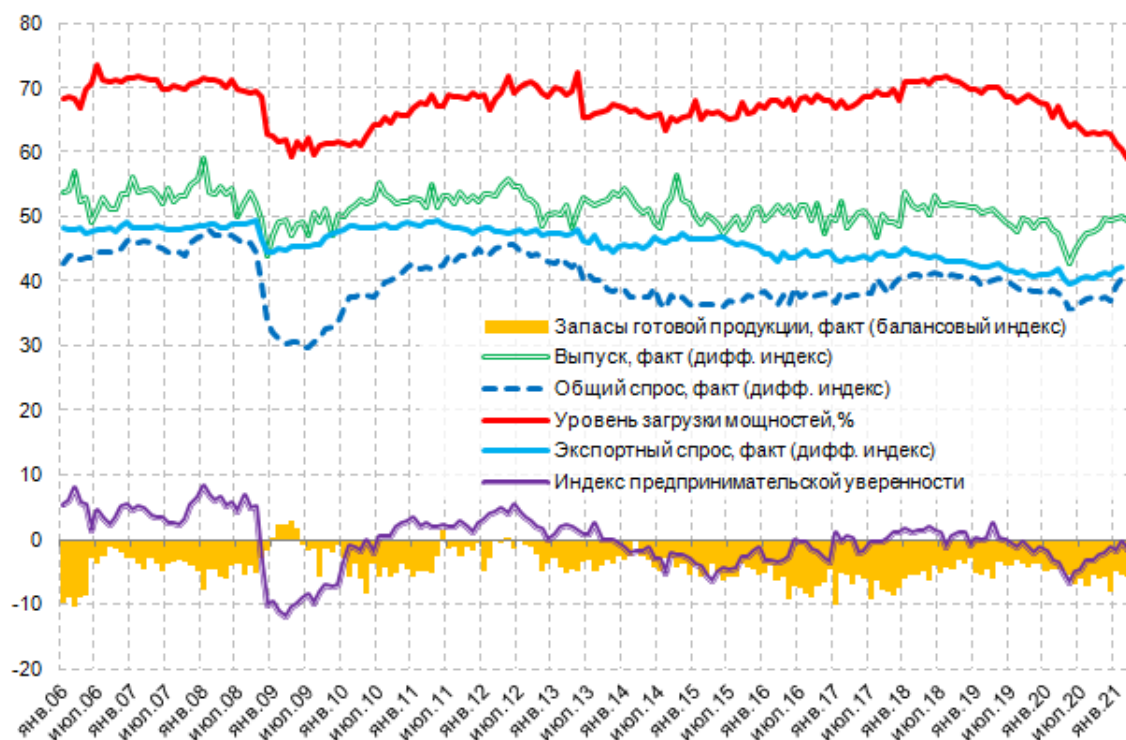
⁵ Комментарии о Государстве и Бизнесе, № 359, с. 8. URL: <https://www.hse.ru/pubs/share/direct/document/451772827.pdf>

Развивающийся российский фондовый рынок заслуживает как усиления регулирования с точки зрения защиты интересов неопытных частных инвесторов, так и специальной поддержки на фоне нового цикла ужесточения денежно-кредитной политики в России. Недавнее повышение Банком России ключевой ставки до 5% может снова вывести ее в положительную область, даже при текущем уровне ИПЦ на уровне около 5,5% год к году. С точки зрения этого соотношения ключевая ставка была отрицательной (что благоприятно для роста выпуска) лишь в 2015 г. и в период после сентября 2020 г. Как видно из рис. 6, до нового перехода к положительной ставке осталось немного, и хотя это понятный шаг (в условиях традиционно высоких для России инфляционных ожиданий⁶), однако он оказывает определенное отрицательное воздействие на текущие перспективы восстановления российской экономики и требует соразмерной активизации альтернативных мер поддержки роста в промышленности и других сферах экономики.

Валерий Миронов, Алексей Кузнецов

Приложение

Рис. П1. Показатели экономической конъюнктуры в добывающей промышленности по данным опросов Росстата в январе 2006 – апреле 2021 гг. (сезонность устранена)

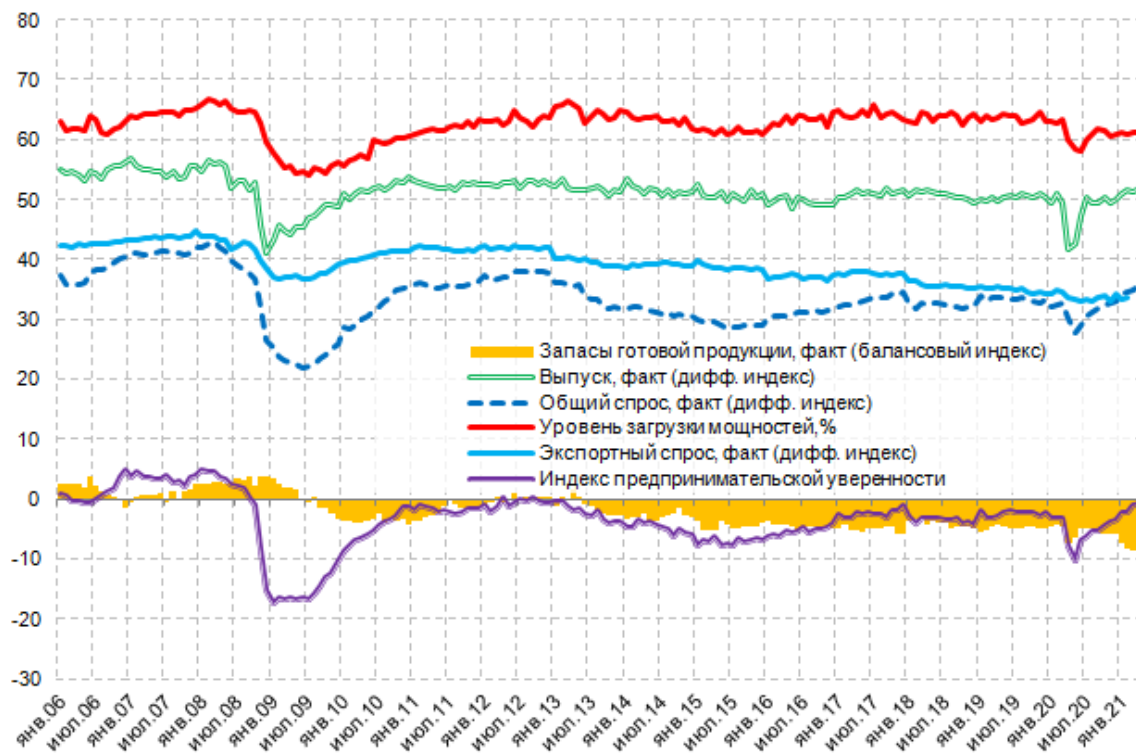


Примечание. См. сноску 3.

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

⁶ Комментарии о Государстве и Бизнесе, № 359, с. 2. URL: <https://www.hse.ru/pubs/share/direct/document/464952563.pdf>

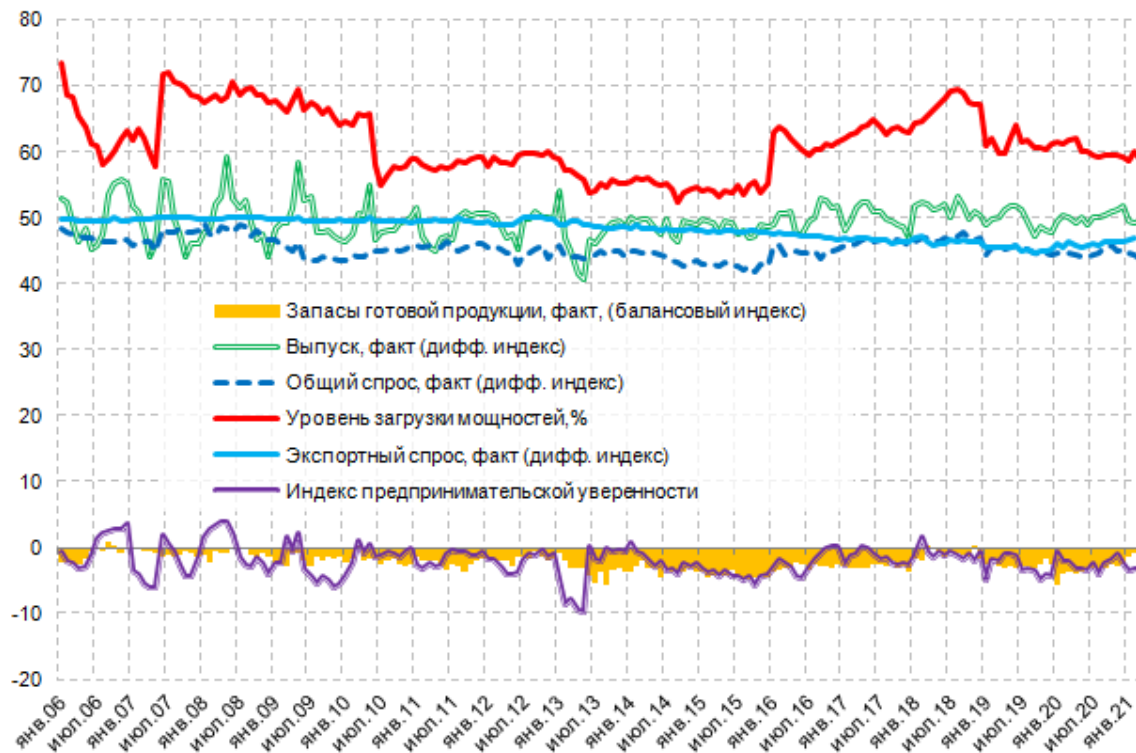
Рис. П2. Показатели экономической конъюнктуры в обрабатывающей промышленности по данным опросов Росстата в январе 2006 – апреле 2021 гг. (сезонность устранена)



Примечание. См. сноску 3.

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

Рис. П3. Показатели экономической конъюнктуры в электро- и теплоэнергетике по данным опросов Росстата в январе 2006 – апреле 2021 гг. (сезонность устранена)



Примечание. См. сноску 3.

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

Команда Центра развития

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

Ждем Ваших вопросов и замечаний!

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

ПРЕСС-СЛУЖБА НИУ ВШЭ: тел. +7 (495) 772-95-67, e-mail: 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 2021 г.