



# НОВЫЙ КГБ



*(Комментарии о Государстве и Бизнесе)*

**Адекватор**

**8–21 октября 2011 г.**

**Комментарии**

*Мировой кризис.* Фондовые рынки указывают на растущую нестабильность мировой экономики

*Макроэкономика.* Торговцы против промышленников: кто прав в оценке перспектив экономики?

*Деньги и инфляция.* Отпуск инфляции подходит к концу. Пора определяться!

*Платежный баланс.* Прямые инвестиции: количество не всегда переходит в качество

*Банковская система.* Валютные депозиты физлиц снизились

**Экономика в «картинках»**

*Под редакцией С. В. Алексащенко*

# Адекватор

## Видимость и сущность

Сентябрьская порция статистики в целом выглядела неплохо. Напугала только промышленность, перешедшая от роста к стагнации. Зато инфляция нулевая и ускорился рост спроса, причем как потребительского, так и инвестиционного. А что еще нужно?

Однако если копнуть глубже, оказывается, что эти видимые успехи держатся не на самом прочном основании. Так, нулевая инфляция объясняется лишь сезонным снижением цен на продовольствие, за которым скрывается стабильно высокий рост цен на непродовольственные товары. Ускорение роста товарооборота до почти докризисных темпов (9,2% год к году в сентябре), как мы отмечали раньше, подпитывается ростом кредитов. В этом не было бы ничего плохого, если бы перспективы роста доходов населения позволяли рассчитывать на то, что эти кредиты будет легко вернуть, а устойчивость банковского сектора – на то, что поток кредитов не прекратится. Однако в условиях, когда внутреннее производство «замерло», внешняя конъюнктура нестабильна, а резервы бюджета ограничены, сильно рискуют и население, и банки.

О том, что доверие между населением и банками уже пошатнулось, говорит сокращение банковских депозитов, которое зафиксировано в сентябре впервые после ноября 2008 года. Хотя мы предполагали, что под влиянием курсовых колебаний население просто переложится из рублевых депозитов в валютные, на деле сократились в абсолютном выражении и те и другие. Массированный отток валютных депозитов из крупнейших банков заставляет предположить, что россияне решили от греха подальше перевести свои сбережения в зарубежные банки или в наличку, или просто потратить, т.к. процентные ставки по депозитам давно стали отрицательными. Что касается наблюдаемого роста инвестиций, то пока мы не имеем данных об их структуре, и поэтому комментировать эту цифру довольно сложно. Однако наши расчеты по прошлым периодам показывали, что главными инвесторами в последнее время выступали сырьевые сектора, крупные корпорации с госучастием и бюджет. А эти инвестиции мало что дают для роста остальной экономики.

И уж совсем «лукавой» оказалась цифра по прямым иностранным инвестициям, ставшая предметом гордости премьера В. Путина. Из 108 млрд. долл. инвестиций, накопленных с 2009 г. по третий квартал 2011 г., лишь 15 млрд. долл. были новыми инвестициями в реальный сектор. Остальное – это реинвестированные доходы уже существующих предприятий (а куда им деваться!) и займы зарубежных компаний своим «дочкам» (их можно и забрать!). Более того, львиная доля ПИИ пришла к нам с Кипра, Виргинских островов и из Нидерландов, куда встречным курсом шли инвестиции российских резидентов. Могут ли такие «прямые иностранные инвестиции» быть источником роста, модернизации и технологического обновления российской экономики? У нас большие сомнения.

*Наталья Акиндинова*

# Комментарии

## Мировой кризис

### Фондовые рынки указывают на растущую нестабильность мировой экономики

Если посмотреть на внутридневные изменения фондовых индексов, нетрудно заметить, что в последние месяцы для них характерна одна любопытная особенность. А именно: зачастую биржа открывается со значительным гэпом к закрытию предыдущего дня, а потом – в течение торговой сессии – цены меняются сравнительно мало. На следующий день повторяется та же история: цены открытия довольно резко корректируются, инкорпорируя информацию о ситуации в мировой экономике, появившуюся за время обращения Земли вокруг своей оси, а внутридневные колебания цен оказываются не столь уж большими.

Значительные гэпы между ценой открытия и закрытия предыдущего дня (плюс-минус 2–3%) говорят о том, что движением акций управляют не фундаментальные факторы (они не могут столь сильно меняться за столь короткий промежуток времени), а подверженные всяким слухам, надеждам и страхам настроения участников фондового рынка. Иными словами, они указывают на повышенную нестабильность мировой экономики.

Особенно большие гэпы на фондовых площадках наблюдались после банкротства Lehman Brothers. Потом волнения несколько улеглись, но с апреля-мая 2011 г. нестабильность вновь стала заметно расти. В настоящее время весь мир, ожидая разрешения долговых проблем Европы, бурно реагирует на все новости, касающиеся этого процесса. Однако вплоть до последнего времени (включая вчерашнюю встречу глав государств и правительств еврозоны) конкретных – то есть подкрепленных деньгами, процедурами, механизмами и инструментами, –

Дневные изменения фондового индекса DAX, в %



Источник: finance.yahoo.com.

решений принято не было. Противоречия между партнерами остаются неурегулированными, суверенные рейтинги снижаются, а фундаментальные факторы не дают особых поводов для оптимизма.

*Сергей Смирнов, Михаил Волков*

## Макроэкономика

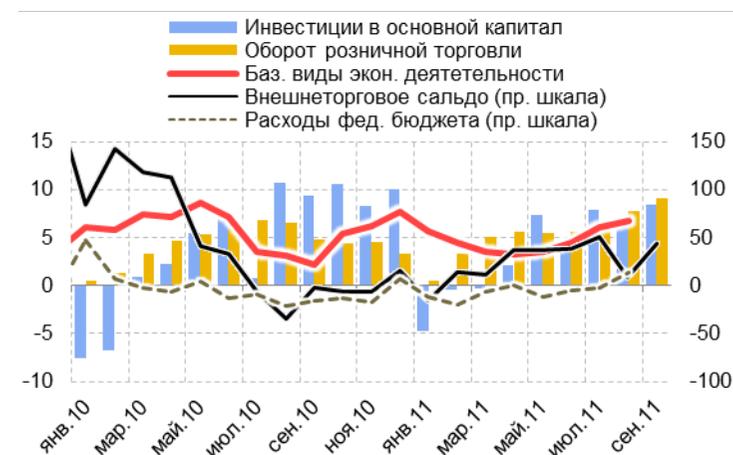
### Торговцы против промышленников: кто прав в оценке перспектив экономики?

Появление данных Росстата о динамике основных макроэкономических показателей российской экономики в сентябре позволяет зафиксировать ряд важных негативных изменений, которые, тем не менее, в силу набранной экономикой инерции пока не несут фронтального характера.

Прежде всего, можно отметить, что наиболее надежный из индикаторов экономики – динамика промышленности – продемонстрировал в сентябре явное ухудшение, учитывая равное количество рабочих дней в сентябре текущего и прошлого года. По отношению к тому же периоду прошлого года прирост промышленности замедлился почти в два раза – до 3,9%, а со снятой сезонностью промышленность в сентябре снизила выпуск, по нашим оценкам, на 0,1% к августу<sup>1</sup> (против 0,5%-ного прироста в августе к июлю). При этом сентябрьский спад в добыче полезных ископаемых составил минус 0,5%, в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды – минус 0,8%, в обрабатывающей промышленности – прирост (на 0,7% в августе) фактически перешел в стагнацию – выпуск в сентябре вырос на незначашие 0,1%.

<sup>1</sup> По оценке Росстата – на 0,3%.

**Динамика базовых видов экономической деятельности и спроса (прирост в реальном выражении к соответствующему месяцу предыдущего года), в %**



*Примечание.* Дефлирование внешнеторгового сальдо и расходов бюджета произведено индексом потребительских и оптовых цен (50/50).  
*Источник:* Росстат, расчеты Центра развития.

Ухудшение ситуации в промышленности корреспондирует с изменением динамики экспорта. Учитывая его резкие помесечные флуктуации, здесь правильнее анализировать среднемесячные данные за квартал. При этом можно отметить переход от среднемесячного прироста экспорта на 2,5% в среднем за месяц в первом полугодии к минус 1% в третьем квартале.

Учитывая, что замедление импорта (с плюс 2,5% до минус 0,2% в те же периоды) гораздо менее интенсивно, чем замедление экспорта, внешнеторговая составляющая (чистый экспорт) неизбежно потянет ВВП в третьем квартале вниз.

Некоторым диссонансом на этом фоне выглядит то, что замедление роста импорта в третьем квартале произошло на фоне продолжения роста розничного товарооборота высокими темпами: в сентябре на 9,2% год к году (после 7,9% прироста в августе), или на 0,9% со снятой сезонностью к августу. Скорее всего, это связано с распродажей торговлей накопленных запасов импортной продукции, что может говорить об ухудшении оценок торговлей перспектив роста спроса.

К неожиданностям сентябрьской статистики Росстата можно отнести зафиксированное ускорение прироста инвестиций – до 8,5% по отношению к тому же периоду прошлого года (против 6,5% в августе), или на 1,5% в сентябре к августу со снятой сезонностью. Вместе с улучшением динамики строительства, где прирост в сентябре составил 0,8%, это внушает определенный оптимизм, так как говорит о позитивном восприятии со стороны бизнеса текущей ситуации в отличие от оценок торгового сектора. Впрочем, объемы инвестиций в основной капитал и строительство все еще ниже предкризисных пиков – на 5,4 и 7,4%, соответственно. Это неудивительно, так как шла загрузка освободившихся в ходе первой волны кризиса мощностей, но дальнейшие перспективы экономики можно будет оценить уже по октябрьской статистике, когда станет ясно, что побеждает – пессимизм торговцев, которые чувствуют, что «деревья не могут расти до небес», или оптимизм реального сектора, который пока не снижает инвестиционную активность.

### Динамика основных макроэкономических показателей (в среднем за месяц, сезонность устранена), в %

	2010				2011					09.2011 к предкр. макс.	
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	июль	авг.		сент.
ВВП*	0,4	0,2	-0,2	1,0	0,3	0,0					-2,1
Промышленность в целом	0,8	0,5	0,3	0,4	0,4	0,5	0,1	-0,1	0,5	-0,1	-0,2
Добыча полезных ископаемых	0,3	0,2	0,0	0,4	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,5	-0,5	1
Обработывающая промышленность	1,4	1,1	0,5	0,4	0,7	0,5	0,0	-0,7	0,7	0,1	-4,3
Пр.-во и распределение э/э, газа и воды	0,4	-0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,3	-0,8	-3,1
Строительство	0,2	0,6	0,1	0,7	-0,5	-0,1	4,9	15,5	-1,0	0,8	-7,4
Инвестиции в основной капитал	1,2	0,9	0,3	1,2	-2,4	2,4	1,4	1,7	1,1	1,5	-5,4
Розничный товарооборот	1,0	0,6	0,1	0,6	0,5	0,8	0,9	0,6	1,3	0,9	7,6
Реальные доходы населения**	0,8	-0,1	-0,2	0,2	-0,4	0,3	0,7	0,9	1,6	0,5	5,9
Экспорт	2,4	-1,0	2,3	3,7	3,5	1,8	-1,0	-6,3	3,5	0,2	-5,9
Импорт	0,9	1,7	5,3	0,1	4,7	1,1	-0,2	-1,7	5,4	-4,1	-1,2

\* Уровень II квартала 2011 г. соотнесен с предкризисным максимумом, который наблюдался во II квартале 2008 г.

\*\* По данным НИУ ВШЭ (стат. база).

Источник: Росстат, расчеты Центра развития.

После кризисной волны конца 2008 – начала 2009 г. российская экономика вела себя довольно странно. Ее новая нормальность (New Normal) состоит в опережающем росте реальных доходов и розничного товарооборота, которые в сентябре превысили докризисный уровень со снятой сезонностью на 6% и почти 8% соответственно, при том, что объемы промышленности и ВВП спустя три года только подбираются к уровням предкризисных максимумов. Рост потребления – это хорошо, но если он не заработан, то его возможное падение чревато социальным недовольством, о чем говорит опыт Греции.

*Валерий Миронов*

## Деньги и инфляция

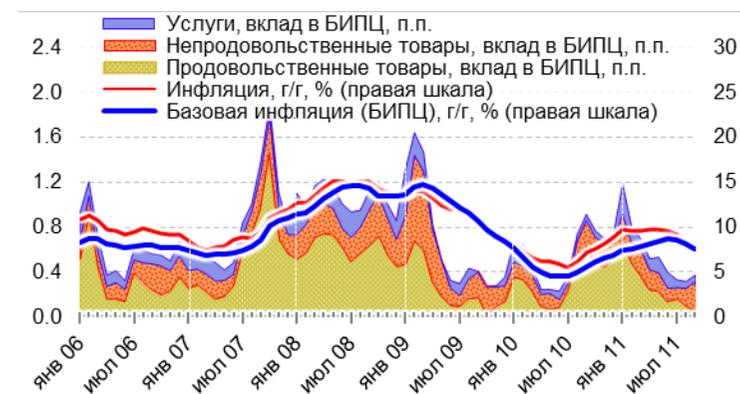
### Отпуск инфляции подходит к концу. Пора определяться!

*Согласно последним данным Росстата, потребительские цены после сезонной остановки возобновляют свой рост. А значит, вскоре произойдет возврат к «естественным» темпам роста цен. Но к каким?*

Потребительские цены в сентябре оставались стабильными против снижения на 0,2% в августе. Низкие показатели инфляции последних месяцев привели к тому, что темп накопленной за 12 месяцев инфляции продолжил стремительно опускаться, «сбросив» к началу октября ещё 0,9 п.п. – до 7,2%.

Источник снижения инфляции всё тот же – сезонное удешевление продовольствия. Так, плодоовощная продукция подешевела за месяц на 9,8%, сахар – на 9,9%, крупы – на 10,6%.

**Динамика инфляции, базовой инфляции и вклад в базовую инфляцию различных компонент за месяц, без сезонного сглаживания**



Источник: Росстат, расчёты Центра развития.

Тем временем, базовая инфляция (БИПЦ)<sup>2</sup> в сентябре ускорилась и вырвалась из диапазона 0,31–0,38%, в котором она находилась в течение июня-августа, составив 0,48%. При этом снятие сезонности показывает, что темпы роста цен продолжают стабильно снижаться: 0,32% в сентябре против 0,52% в июле. Источник этого снижения опять же, по сути один – продовольствие, темпы роста цен на которое за этот же период опустились с 0,51 до 0,0% (как компенсация неурожайного 2010 года). В то же время непродовольственная базовая инфляция держится на уровне 7% в годовом выражении и пока не демонстрирует признаков снижения или роста.

Таким образом, сама по себе динамика компонент ИПЦ вовсе не указывает на ускорение инфляционных процессов. Более того, мы ожидаем продолжения удешевления в таких продовольственных сегментах, как овощи, крупы, продукция из зерновых, сахар. Напротив, ослабление рубля по отношению к доллару, составившее с конца июля примерно 14%, окажет ускоряющее воздействие на инфляцию в октябре-декабре (и прежде всего, в сегменте непродовольственных товаров). Правда, пока что остаётся непонятным, сможет ли этот фактор сломить сопротивление ограниченного спроса со стороны населения. Если не сможет, то годовая инфляция, по нашим оценкам, составит до 6,5%, в противном случае – 7,0%.

*Николай Кондрашов, Максим Петров*

• • •  
Нулевая инфляция в сентябре вызвана исключительно хорошим урожаем

Непродовольственная базовая инфляция держится на уровне 7% в годовом выражении и не снижается

В октябре-декабре возможно ускорение роста цен как следствие существенного ослабления рубля, что может прибавить к инфляции за 2011 год до 1 п.п.

<sup>2</sup> В базовой инфляции по методологии Центра развития НИУ ВШЭ не учитывается изменение цен: из числа продовольственных товаров – на плодоовощную продукцию и яйца; из числа непродовольственных товаров – на бензин, меховые изделия; из числа услуг – на услуги ж/д транспорта, ЖКХ, дошкольного воспитания, образовательные и санаторно-оздоровительные.

## Платежный баланс

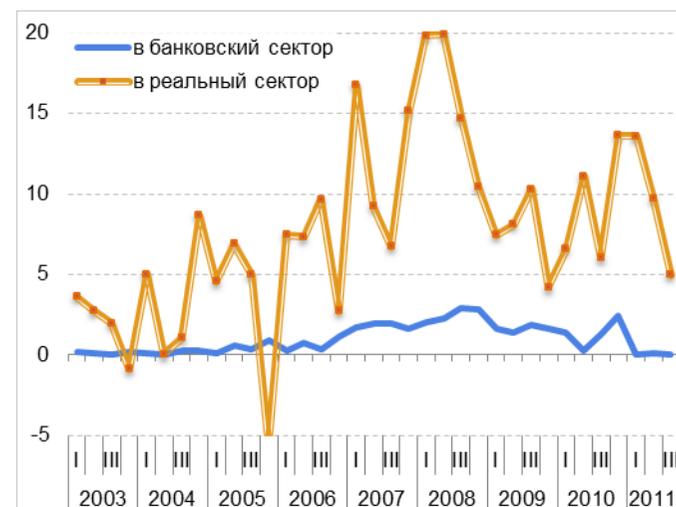
### Прямые инвестиции: количество не всегда переходит в качество

*В. Путин на заседании консультативного совета по иностранным инвестициям 17 октября сообщил, что прямые иностранные инвестиции в Россию за период с 2009 г. по третий квартал текущего года «перешагнули» за 100 млрд. долл., причем за первые девять месяцев текущего года мы фиксируем почти 20%-ный рост прямых инвестиций*

Приводя статистику по прямым иностранным инвестициям в Россию (ПИИ), премьер-министр имел в виду, по всей видимости, данные платежного баланса, согласно которым объем прямых иностранных инвестиций в российские банки и предприятия с 2009 г. составил около 108 млрд. долл.<sup>3</sup> Главным образом, это инвестиции в реальный сектор, поскольку из всего объема банковский сектор получил всего 12 млрд. долл. Более того, российские банки в текущем году вообще не привлекли прямых инвесторов из-за рубежа (см. график справа), тогда как предприятия, как правильно отметил В. Путин, действительно увеличили объем ПИИ почти на 20%. «Данные о росте прямых инвестиций показывают, что привлекательность самого российского рынка всё-таки растёт... Активное участие наших иностранных партнёров, друзей, инвесторов в модернизации российской экономики имеет двусторонний эффект. Так, Россия получает доступ к передовым технологиям, а иностранные компании открывают для себя крупный, высокорентабельный рынок», – отметил В. Путин.

Однако мы не столь оптимистично оцениваем количественные и качественные показатели прямых иностранных инвестиций в Россию. Вопрос даже не в том, что

**Динамика прямых иностранных инвестиций в Россию, млрд. долл.**



Примечание. ПИИ в банковский сектор за 3 кв. 2011 г. – оценка Центра развития

Источник: Банк России.

<sup>3</sup> Согласно данным Росстата, с 2009 г. по второй квартал 2011 г. (данные по третьему кварталу еще не появились) объем ПИИ в реальный сектор составил всего 76 млрд. долл.

ПИИ в реальный сектор российской экономики за рассматриваемый период пока так и не «перешагнули» за 100 млрд. долл. (по статистике платежного баланса, если быть точным, предприятия привлекли 96 млрд. долл.). И даже не в том, что во втором и третьем кварталах их объем оказался ниже прошлогодних на 12–18%. Финансовые потоки, как известно, весьма волатильны. Основной вопрос, на котором мы всегда акцентируем внимание, какие из этих инвестиций могут послужить источником роста российской экономики. С этой точки зрения мы предлагаем, в первую очередь, рассмотреть структуру прямых иностранных инвестиций.

В статистике платежного баланса ПИИ представлены в виде трех основных групп: участие в акционерном капитале (покупка и владение более 10% акций), реинвестированные доходы и прочий капитал (динамика этих инвестиций представлена на графике в виде усредненных за четыре квартала значений в силу волатильности инвестиций).

Реинвестированные доходы – это результат хозяйственной деятельности предприятия с иностранным участием, когда нераспределенная прибыль ведет к расширению участия инвестора в капитале предприятия. С 2009 г. максимальные начисления реинвестированных доходов внутри года приходились на первый (от 2 до 8 млрд. долл. за квартал в последние три года) и третий кварталы (примерно по 5 млрд. в 2009 и 2010 гг.). При сохраняющихся на высоком уровне нефтяных ценах и пока еще растущих добыче и обрабатывающем производстве мы ожидаем, что прибыль экономики может существенно вырасти и в третьем квартале превзойти показатели предыдущих двух. Но весь объем прямых иностранных инвестиций в Россию за минувший квартал составил всего 5 млрд. долл. (!) Иными словами, практически весь приток ПИИ является не столько притоком (по своему смыслу) инвестиций, сколько результатом работы иностранного капитала в России. По нашим оценкам, общая доля реинвестированных доходов в общем объеме ПИИ с 2009 г. составила 43% (см. диаграмму справа, данные приведены в млрд. долл. и в долях).

**Прямые иностранные инвестиции в реальный сектор (среднее значение за четыре квартала), млрд. долл.**



Примечание. III квартал 2011 г. – оценка Центра развития.  
Источник: Банк России.

Примерно столько же (42%) составили прочие прямые инвестиции. Это, согласно методологии, привлечение займов и кредитов (включая долговые ценные бумаги и торговые кредиты) предприятиями от своих иностранных инвесторов. То есть в данном случае речь идет о возвратных ресурсах, которые не ориентированы на долгосрочную перспективу.

И наконец, рассмотрим участие в акционерном капитале, которое предполагает взносы в капитал (а также вывод из капитала) материальных и нематериальных активов, недвижимости и денежных средств. За первое полугодие текущего года от нерезидентов поступило 17 млрд. долл. и столько же было изъято из капитала российских дочек. В результате – ноль, как, впрочем, и в третьем квартале: приток ПИИ в виде участия в капитале в текущем году, по всей видимости, отсутствовал. К сожалению, доля этих инвестиций в ПИИ не столь велика, как хотелось бы, – с 2009 г. она составляет порядка 15%. Не случайно Всемирный Банк и Международная финансовая корпорация в своем докладе Doing Business ставят Россию на 120-е место из 183: вниз Россию тянет повышение страховых взносов с 26 до 34%, ситуация с разрешениями на строительство, а по критерию доступа к электросетям наша страна так и вовсе заняла последнее место.

Разобравшись со структурой ПИИ, постараемся также ответить на вопросы: кто, откуда и куда инвестирует? Для этого обратимся к статистике Росстата.

В объеме накопленных ПИИ в виде взносов в капитал<sup>4</sup> на долю Кипра, Нидерландов и Виргинских (Британских) островов приходилось чуть менее 70% (см. диаграмму географической структуры накопленных взносов). Значительно меньшая их доля (всего 40%) сосредоточена в виде прочих прямых иностранных инвестиций, львиную долю которых составляют кредиты от зарубежных совладельцев. К этому трудно что-то добавить, и поэтому будем считать, что на первый вопрос, откуда в основном приходят прямые инвестиции, мы ответили.

<sup>4</sup> По состоянию на начало текущего года объем взносов в капитал (без учета реинвестированных средств) составил 87 млрд. долл. Еще 26 млрд. долл. приходилось на прочие прямые иностранные инвестиции.

**Суммарный объем прямых иностранных инвестиций в Россию за период с 2009 г. по III квартал 2011 г., в млрд. долл. и %**



Источник: Банк России.

Теперь, куда? Накопленный капитал из Кипра сосредоточен в российской экономике, главным образом, в обрабатывающих производствах (в первом полугодии из этой страны поступило более 20% всех прямых иностранных инвестиций в эту отрасль), а также в операциях с недвижимостью, в добыче, в торговле, в услугах, в финансовой деятельности, в строительстве, в транспорте и связи. Позиции Нидерландов наиболее сильны в добыче полезных ископаемых (примерно 40% всех прямых иностранных инвестиций в эту отрасль в текущем году), а инвестиции из Виргинских (Британских) островов сосредоточены в операциях с недвижимостью и в некоторых других отраслях. Похоже, инвестиции из Кипра, как наибольшие и направленные в обрабатывающие производства, более других отвечают запросам российских властей на модернизацию – не случайно же Россия в следующем году собирается выделить Кипру кредит в размере 2,5 млрд. евро. Или... решили поддержать российских инвесторов в банках Кипра? Но об этом – ниже.

Кто же эти инвесторы, скрывающиеся в оффшорных зонах? Похоже, оффшорный капитал в значительной мере имеет российские корни: более половины всех вложений нерезидентов с Кипра, Нидерландов и Виргинских островов (см. диаграмму накопленных ПИИ) были получены ранее от российских компаний.<sup>5</sup> По нашему мнению, это не что иное, как уход российского капитала из-под российской юрисдикции. Ожидать от этих инвестиций какого-то технологического прорыва особенно не приходится. Скорее наоборот, речь идет об обнулении стоимости бизнеса, замене капитала долгами, т.е. о... банальном «откэшивании». На всякий случай.

Таким образом, за последние неполные три года рост ПИИ в Россию вряд ли был драйвером экономического роста. ПИИ формировались в основном за счет роста дохода от участия в капитале российских компаний и роста долговых обязательств

<sup>5</sup> Накопленные прямые инвестиции российских компаний в Кипр, Нидерланды и Виргинские острова на середину текущего года составили около 42 млрд. долл., тогда как из этих стран в Россию – 77 млрд. долл.

#### Географическая структура накопленных взносов нерезидентов в акционерный российский капитал, в %



*Примечание.* Данные приведены без учета реинвестированных доходов по состоянию на начало года.

*Источник:* Росстат.

перед своими инвесторами (в совокупности это 85% всех ПИИ). Лишь совсем незначительная часть объемом около 15 млрд. долл. в виде участия нерезидентов в капитале российских компаний может честно называться «притоком иностранных инвестиций», да и то, в текущем году их приток был компенсирован выводом капитала из России другими инвесторами.

Одним словом, в отличие от российского премьера мы не думаем, что объявленные Росстатом иностранные инвестиции в обозримом будущем перейдут в качественный рост российской экономики.

*Сергей Пухов*

## Банковская система

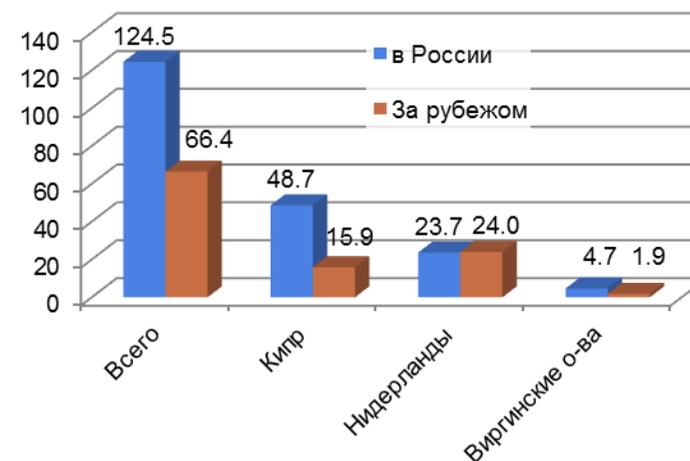
### Валютные депозиты физлиц снизились

*Появившаяся сентябрьская отчётность банков зафиксировала продолжение существовавшей в последние несколько месяцев тенденции на снижение активности частных банков в кредитовании предприятий с одновременным заметным ростом портфелей кредитов физлицам. Кроме того, впервые с конца 2008 г. зафиксировано снижение абсолютного объёма депозитов населения.*

Отмечавшаяся последние полгода тенденция на сокращение сберегательной активности населения получила своё развитие. В сентябре объём депозитов физлиц в банковской системе сократился на 0,2%<sup>6</sup>. Если не принимать во

<sup>6</sup> Здесь и далее с исключённой валютной переоценкой.

### Накопленные ПИИ в России и за рубежом, млрд. долл.



Источник: Росстат.

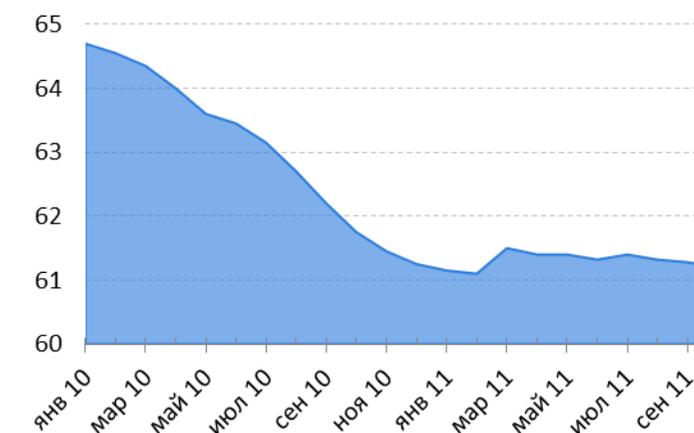
внимание сезонный январский отток средств из банков, то в последний раз подобное явление наблюдалось почти три года назад, а именно, в ноябре 2008 г., когда объём депозитов снизился на 0,3%. При внешней схожести между этими двумя ситуациями существует и несколько различий. Во-первых, если в разгар кризиса граждане изымали средства из частных банков и частично перекладывали их в государственные, то сейчас снижение объёма средств населения продемонстрировали и те и другие. Так, госбанки лишились 0,1% привлечённых депозитов, а «частники» – 0,3%. Во-вторых, если в 2008 г. рублёвые депозиты снизились на 4,8% при одновременном росте вкладов в иностранной валюте на 16,8%, то в сентябре текущего года, напротив, наблюдался рост вкладов в рублях на 0,5% на фоне снижения депозитов в иностранной валюте на 2,8% (почти 1,9 млрд. долл. США). Больше всего вкладчики изъяли средств из госбанков (см. таблицу справа), но не остались в стороне и клиенты крупных частных банков. Подобное поведение вкладчиков на фоне девальвации рубля является весьма нетрадиционным. Можно было бы предположить, что эти средства были направлены в какие-то иные активы, например, использованы в качестве первоначального взноса на приобретении недвижимости в ипотеку. В отсутствии свежей прямой статистики по динамике ипотечного кредитования оценить правдоподобность этой гипотезы можно по косвенным данным. Ими может служить статистика по приросту остатков на счетах банков по кредитованию физлиц. Там мы видим, что в сентябре банки продолжили свою кредитную экспансию в рознице: прирост совокупного кредитного портфеля составил 2,9%, то есть находился практически на уровне предыдущих пяти месяцев. Если предположить, что заметная часть изъятых валютных депозитов была использована для ипотеки, то тогда должен наблюдаться опережающий рост остатков на счетах по учёту кредитов, выданных на срок свыше трёх лет. Однако на деле ничего подобного не произошло, срочная структура портфеля осталась примерно на том же уровне, на котором находилась все последние месяцы (см. график справа). Таким образом, наша первоначальная гипотеза не подтверждается. С ходу не обнаруживаются следы снятых денег и в других

### Банки, испытавшие в сентябре наибольшее снижение депозитов физлиц в иностранной валюте

Наименование организации	Величина снижения, млн. долл. США
Сбербанк России	774.7
Банк ВТБ 24	167.6
Банк Москвы	67.6
Россельхозбанк	64.1
Росбанк	60.3
Альфа-банк	56.7
МБРР	48.4
НБ Траст	38.7
МФК	38.6
Сургутнефтегазбанк	32.7

Источник: банковская отчётность, расчёты Центра развития.

### Динамика доли кредитов населению сроком свыше трёх лет в розничном кредитном портфеле, в %



Источник: банковская отчётность, расчёты Центра развития.

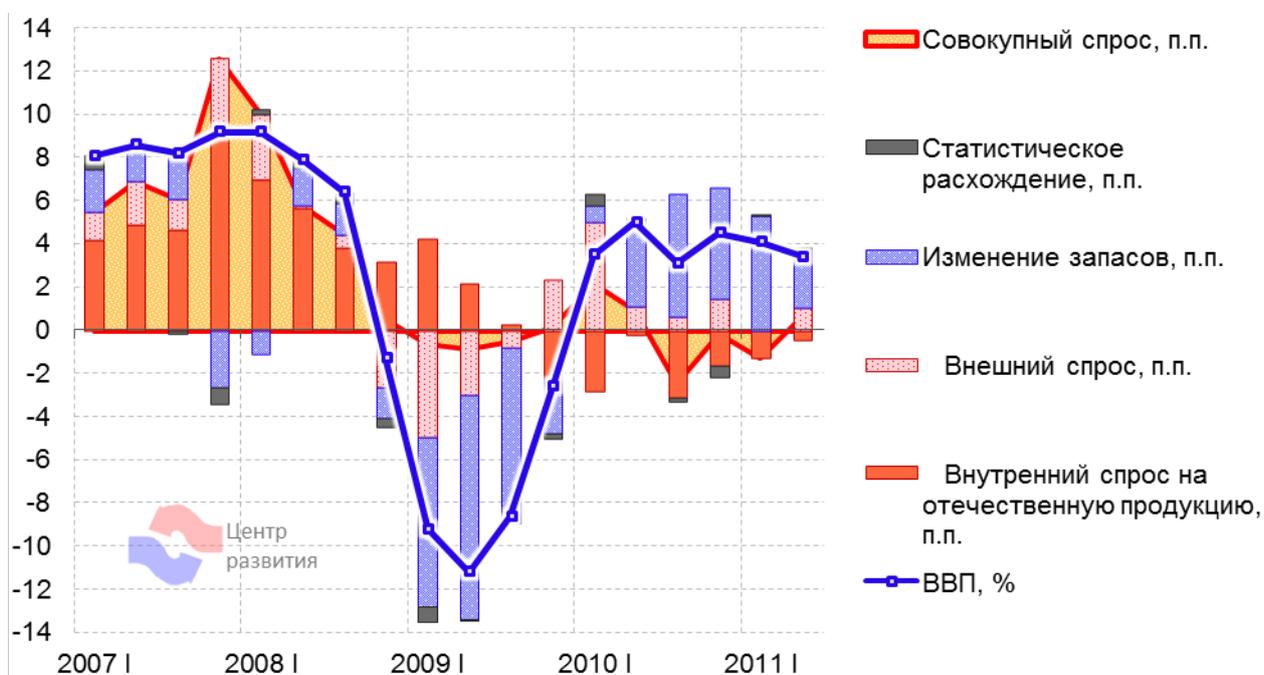
разделах банковских балансов, то есть можно сделать вывод, что эти деньги просто избрали своим пристанищем либо банковские ячейки (что происходило в сентябре 2008 г.), либо другие юрисдикции...

Что касается корпоративного кредитования, то здесь объём средств, предоставленных банками нефинансовому сектору российской экономики, в сентябре вырос на 1,8%, в том числе вложения в долговые ценные бумаги снизились на 7,3%, а собственно портфель кредитов увеличился на 2,4%. Третий месяц подряд лидерами здесь являются госбанки – их ссудный портфель вместе с вложениями в долговые бумаги предприятий на этот раз вырос на 2,1% против 1,4% у частных банков.

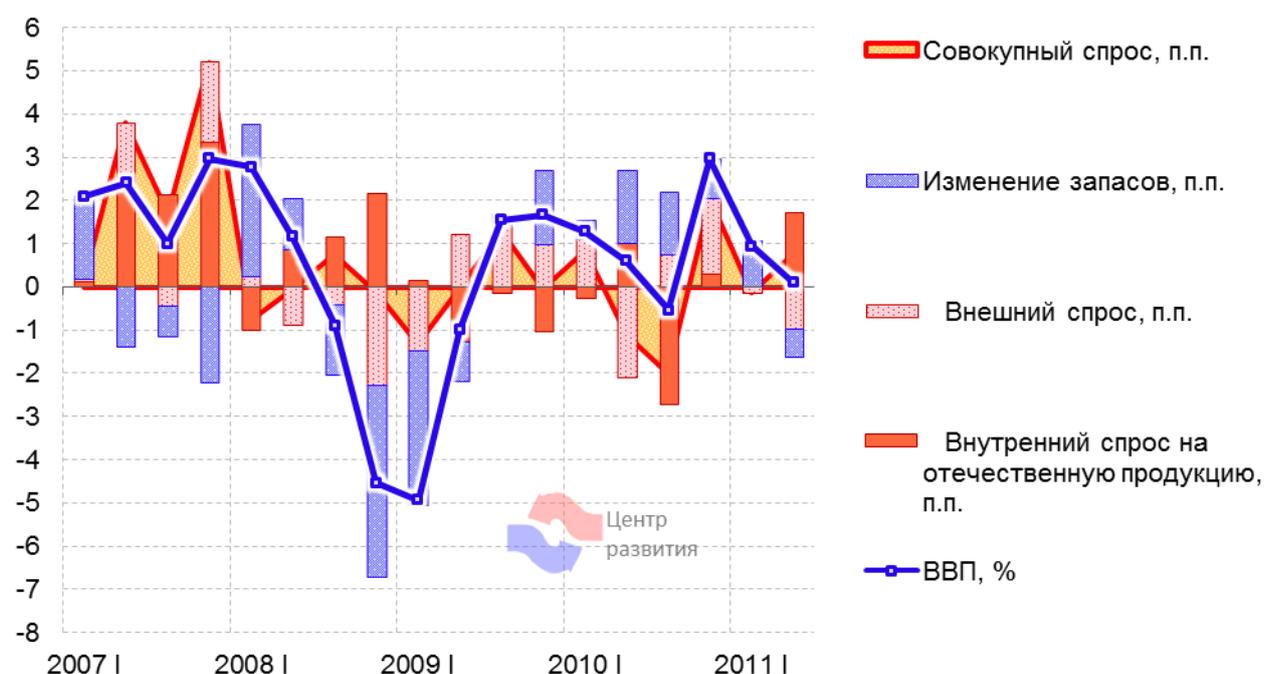
*Дмитрий Мирошниченко*

## Экономика в «картинках»

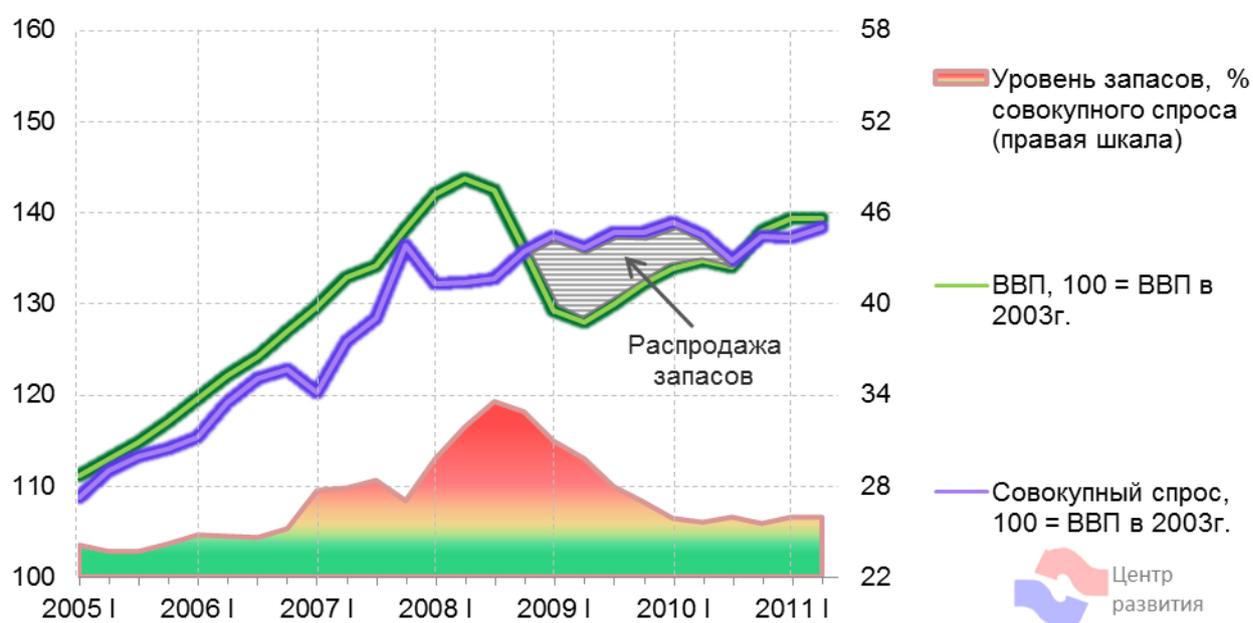
Динамика ВВП и вклад в ВВП составляющих по виду спроса (прирост к соответствующему кварталу предыдущего года)



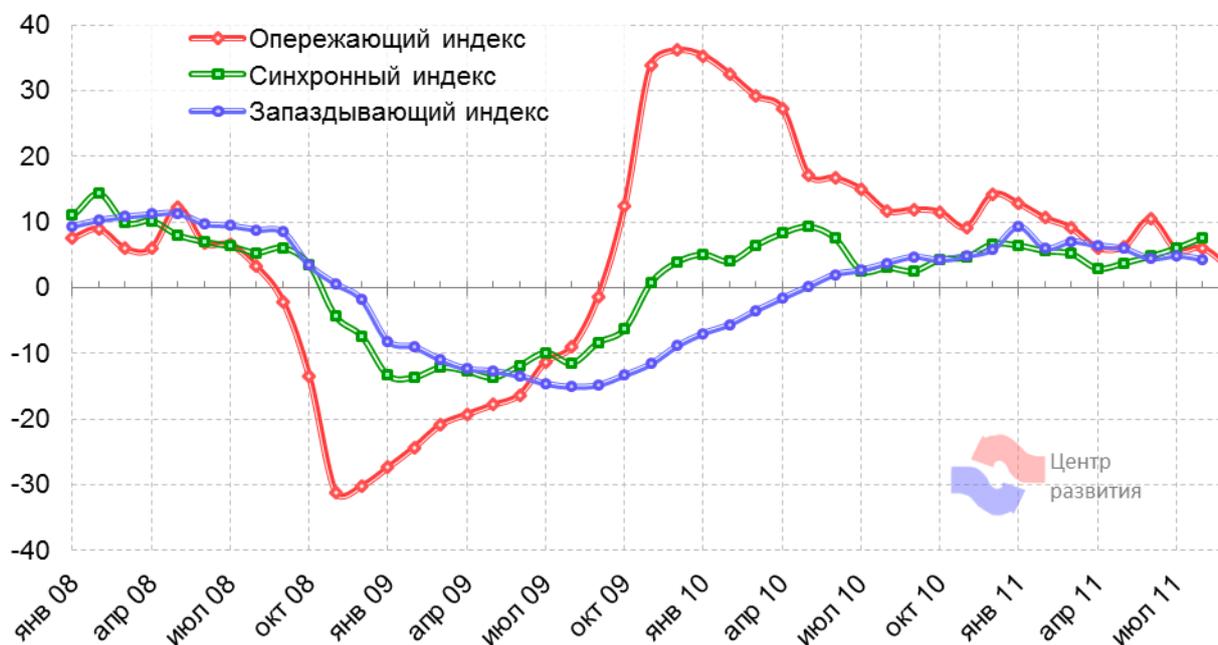
Динамика ВВП и вклад в ВВП составляющих по виду спроса (прирост к предыдущему кварталу, сезонность устранена)



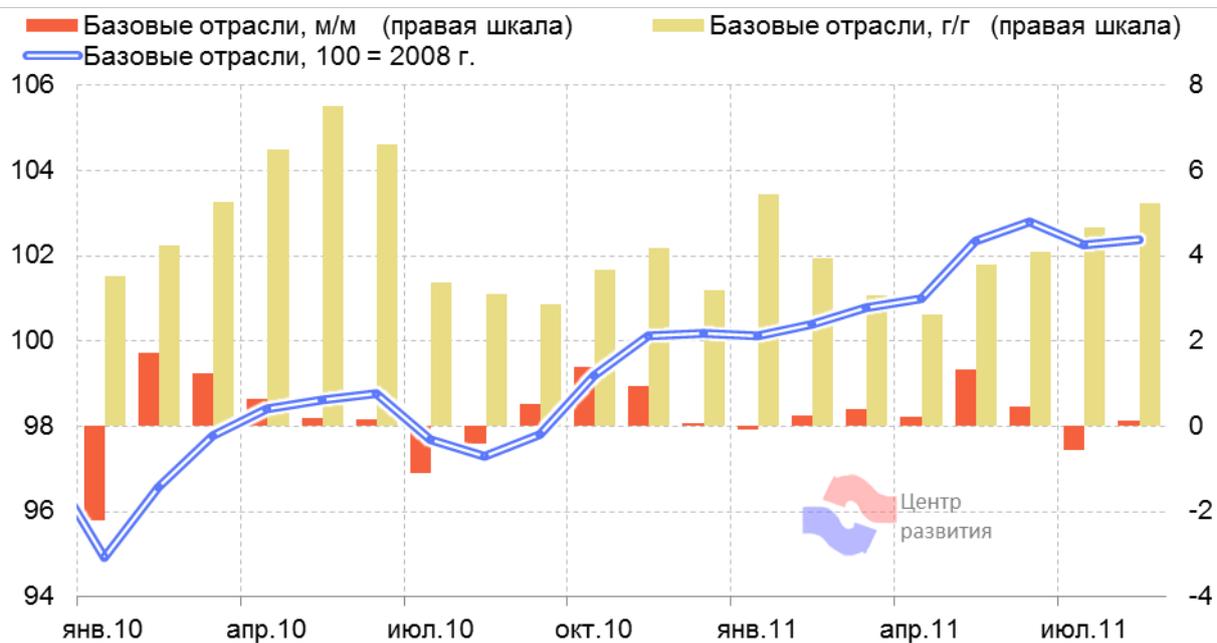
### Динамика реального ВВП, реального совокупного спроса и уровня запасов (сезонность устранена), в %



### Циклические индексы (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

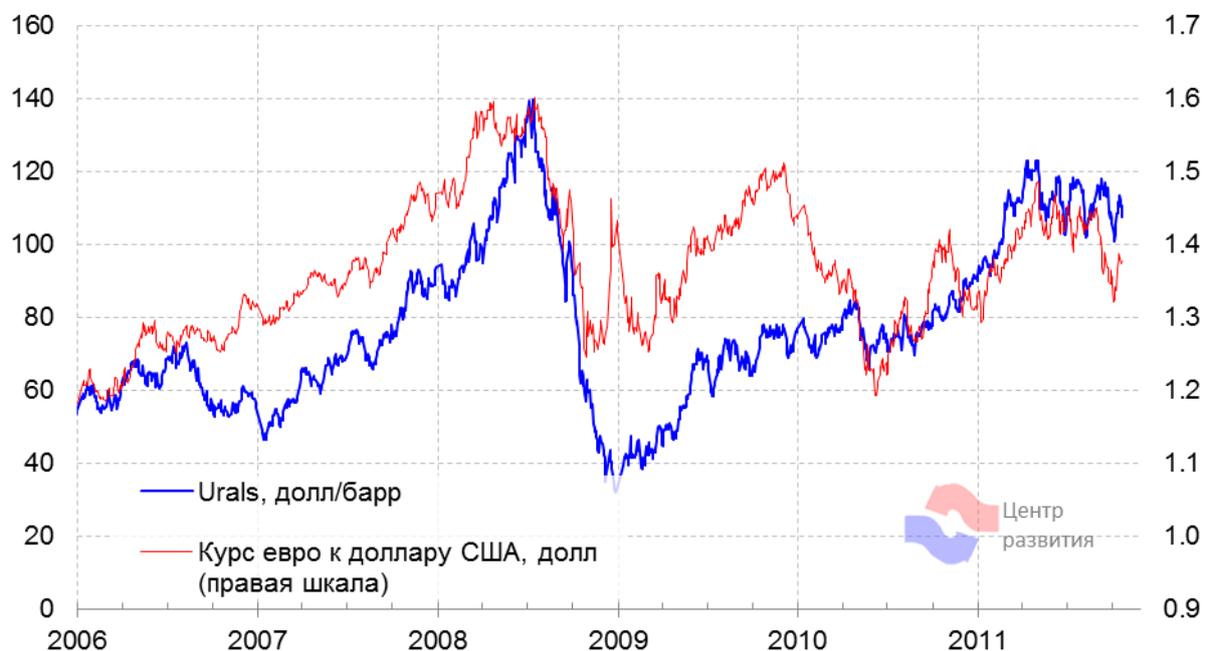


## Динамика выпуска базовых отраслей (сезонность устранена), в %



## Динамика цен на нефть и курса евро к доллару

NEW

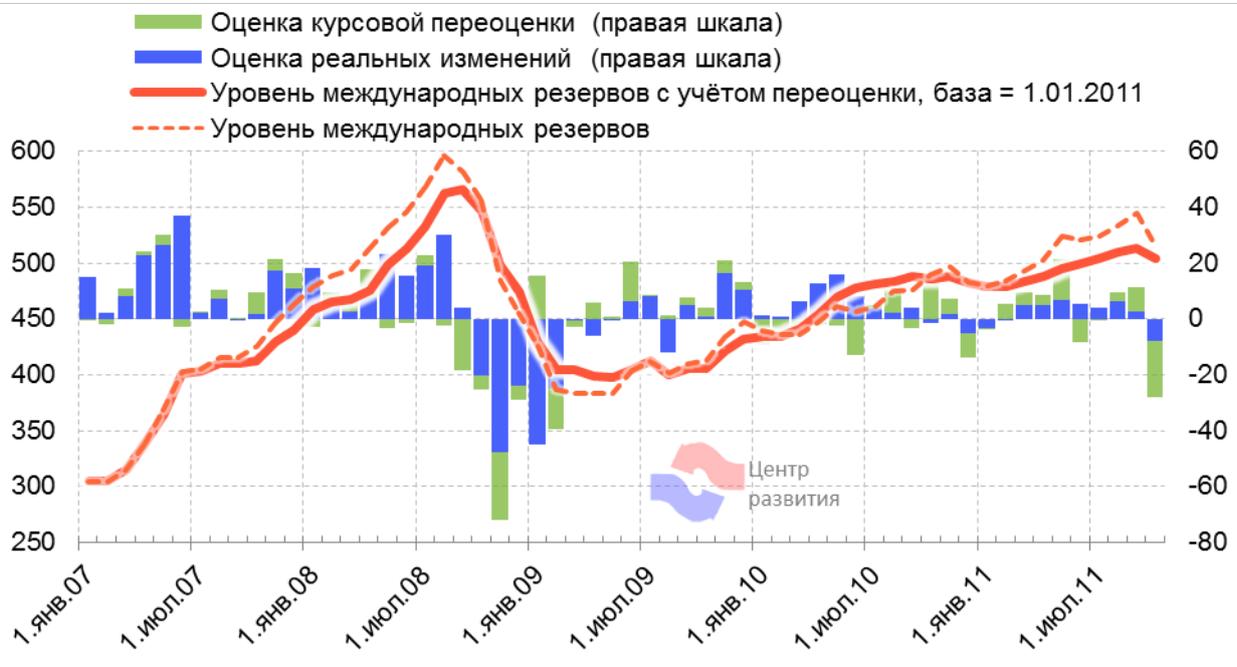


## Динамика цен на нефть и курса рубля

NEW

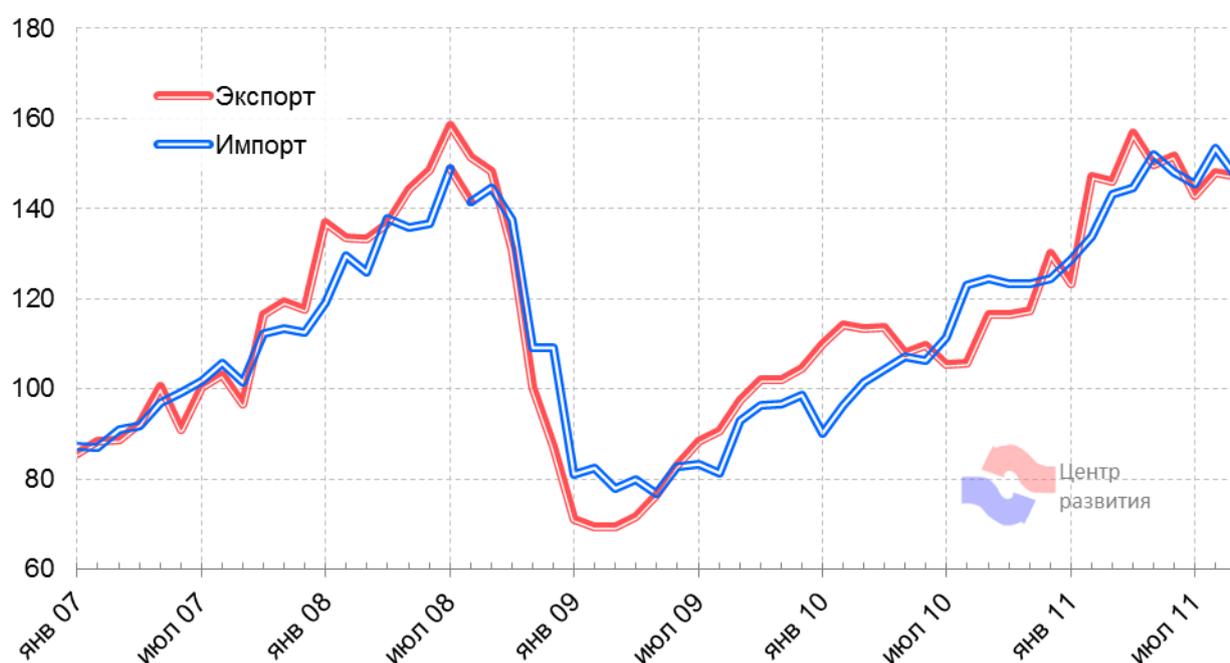


## Динамика международных резервов, млрд. долл.



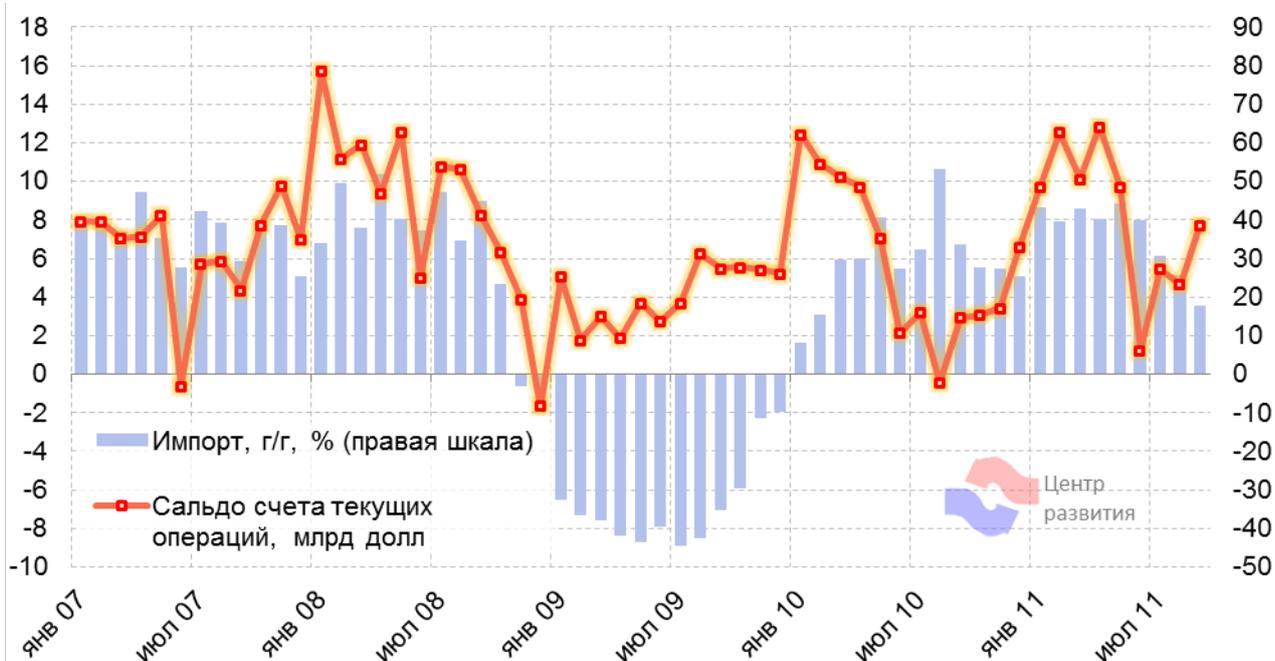
### Внешняя торговля товарами (сезонность устранена, 100 = янв.2007), в %

NEW



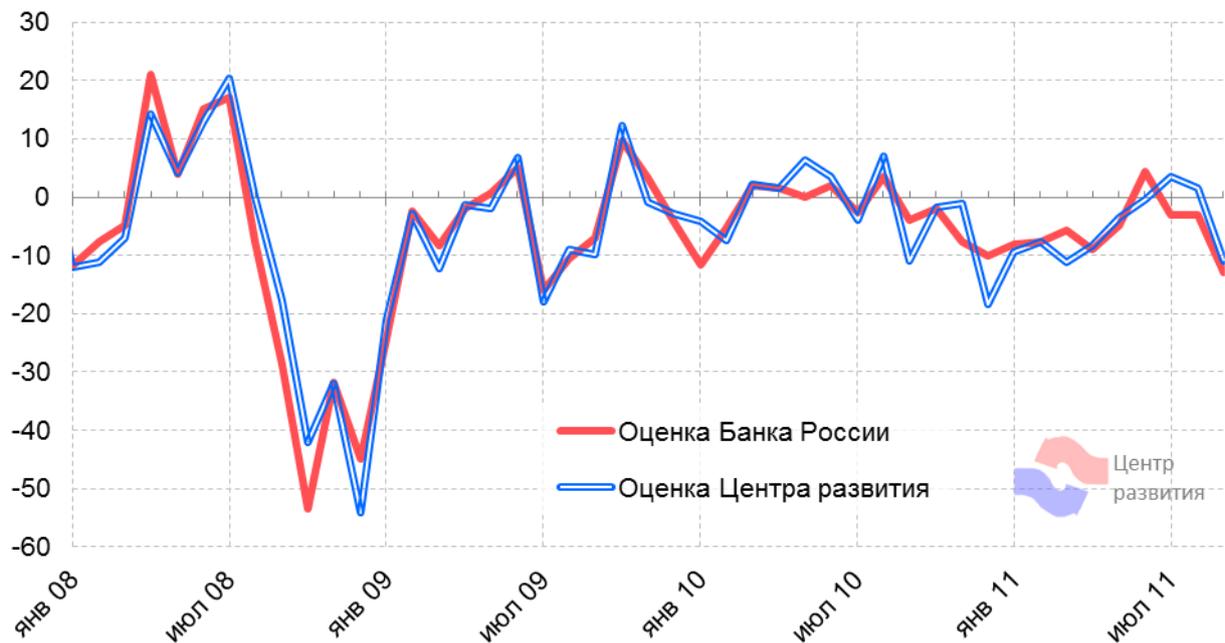
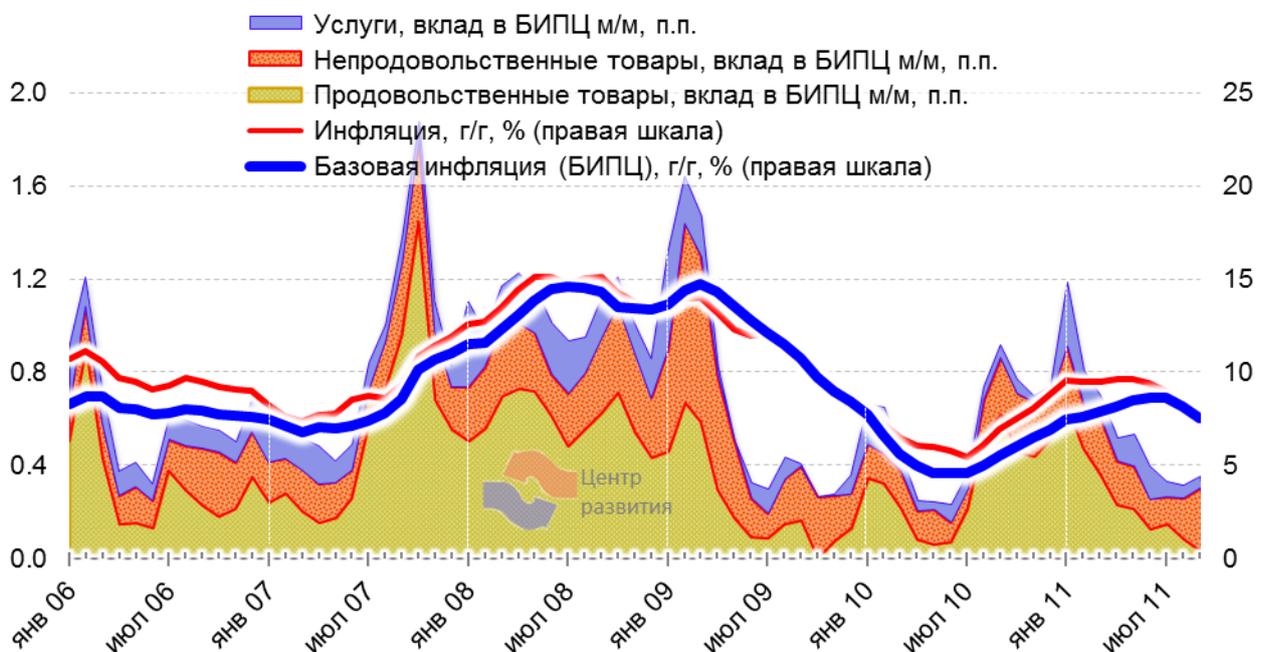
### Динамика сальдо счёта текущих операций и импорта товаров

NEW



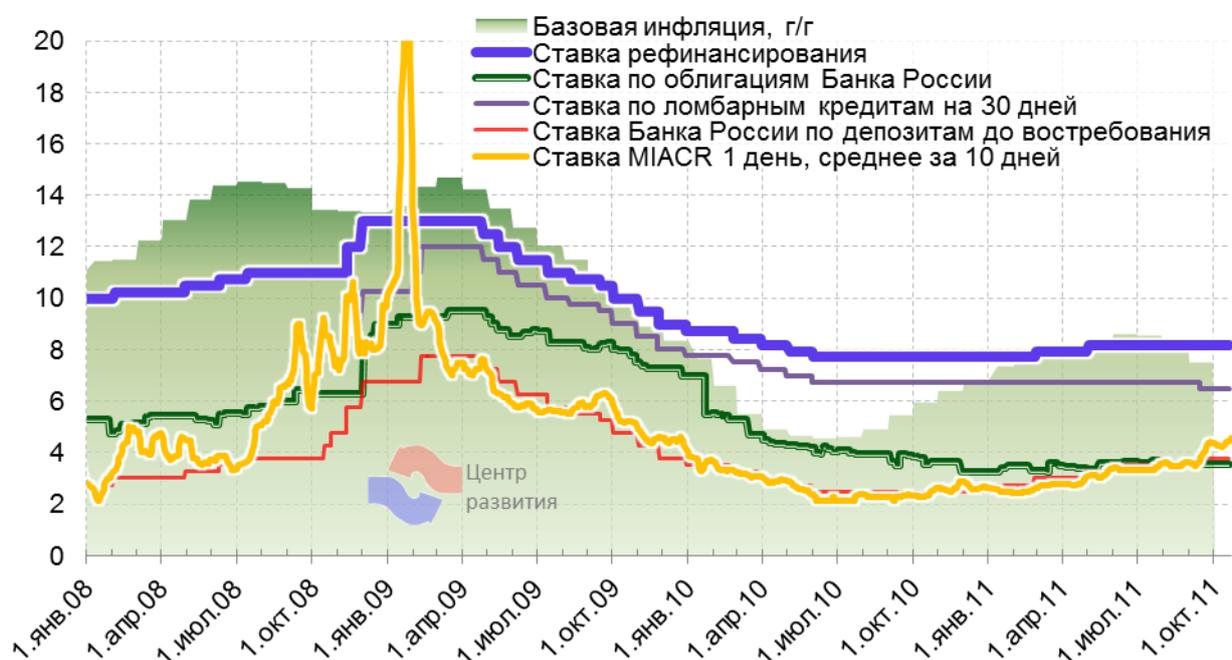
## Чистый приток капитала, млрд. долл.

NEW

Динамика инфляции, базовой инфляции и вклад в базовую инфляцию за месяц различных компонент <sup>[2]</sup>

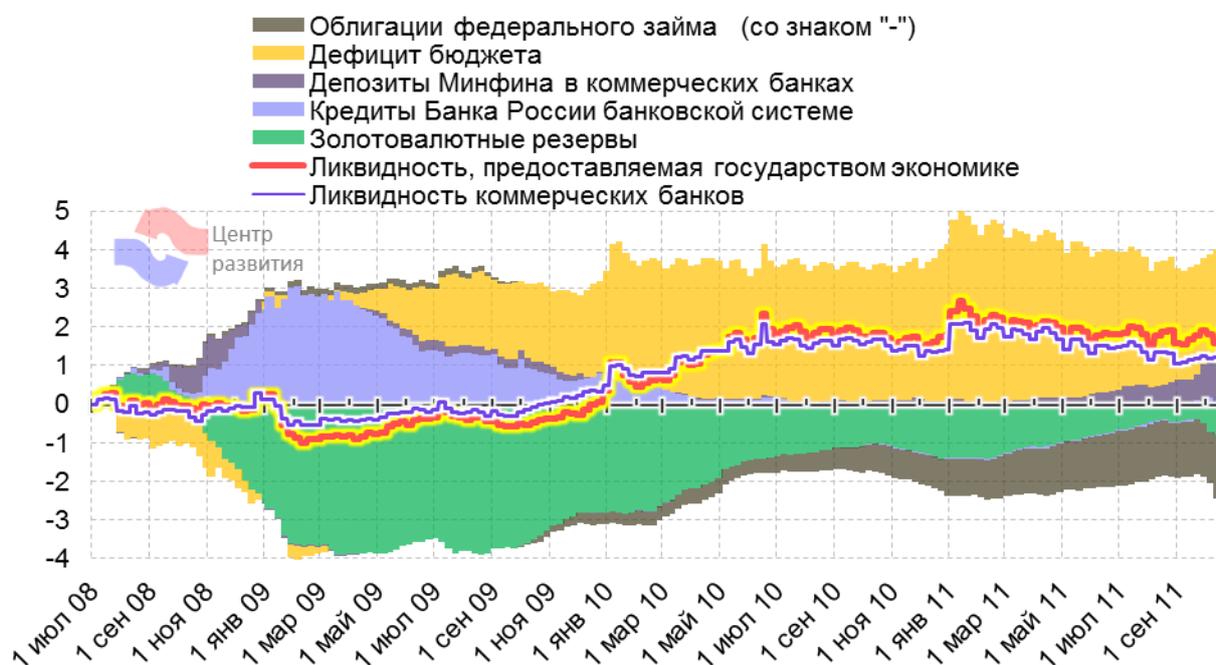
### Динамика основных процентных ставок Банка России, ставок межбанковского рынка MIACR и базовой инфляции, в %

NEW

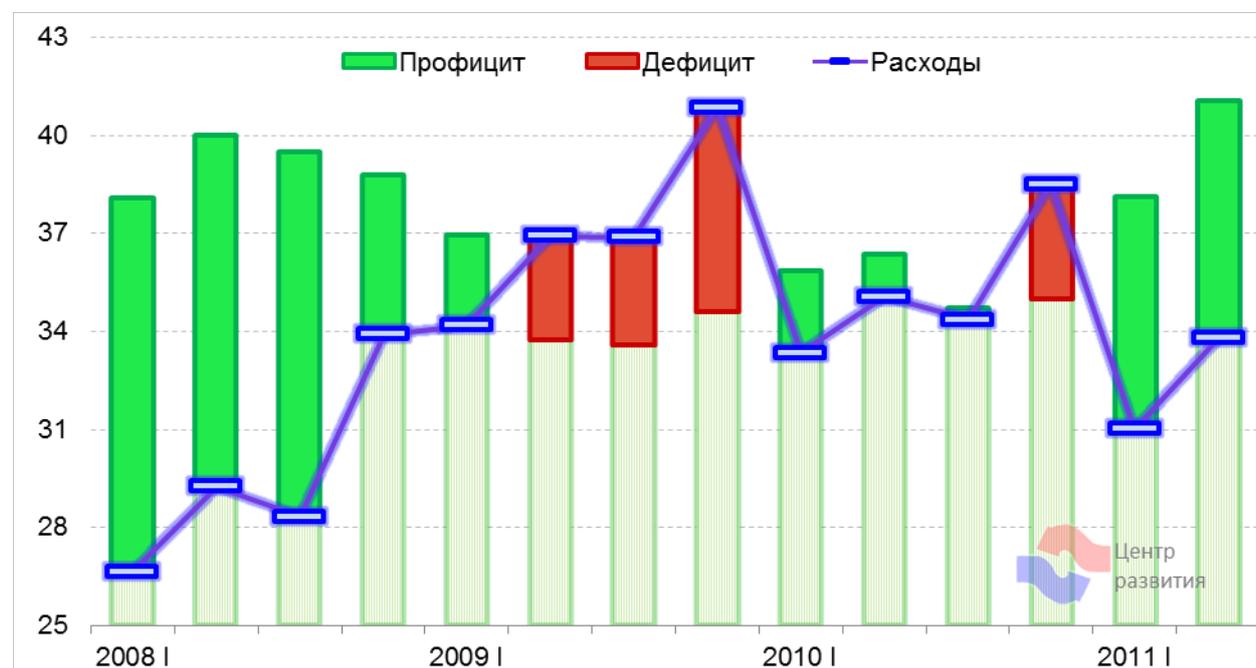


### Динамика ликвидности (и её составляющих), предоставляемой государством экономике в целом, и ликвидности коммерческих банков (приросты к концу июня 2008 г.), в трлн. руб. <sup>[3]</sup>

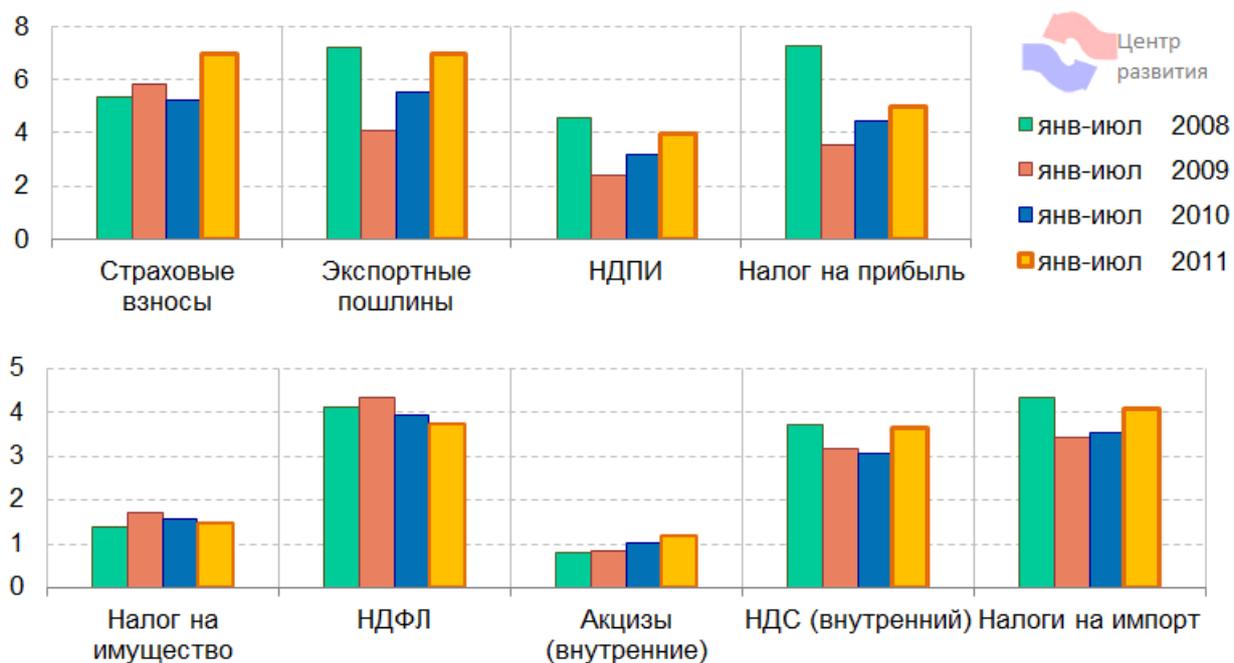
NEW



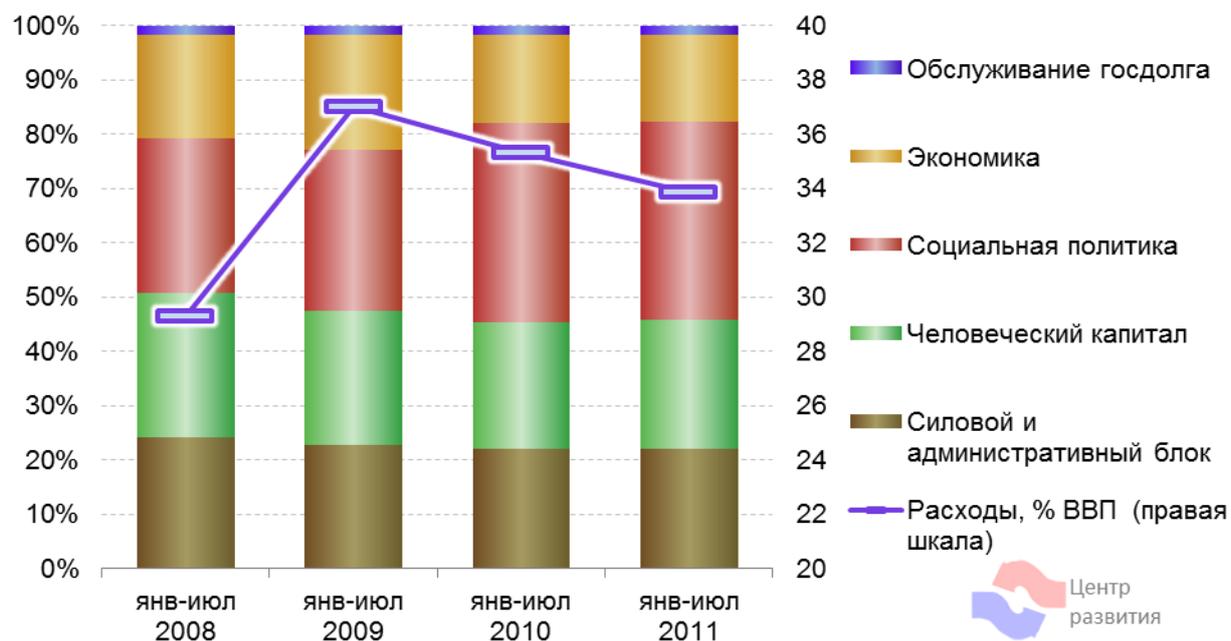
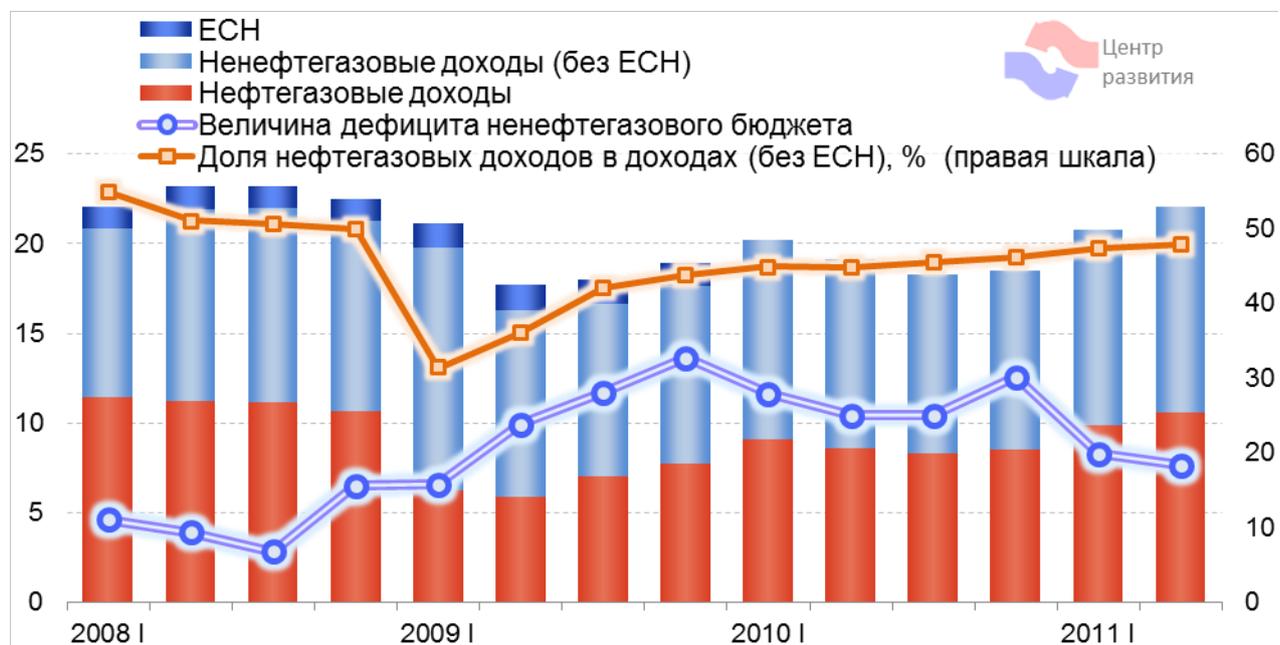
### Исполнение консолидированного бюджета (накопленным итогом с начала каждого года), в % ВВП



### Доходы консолидированного бюджета, по видам налогов, в % ВВП<sup>[4]</sup>

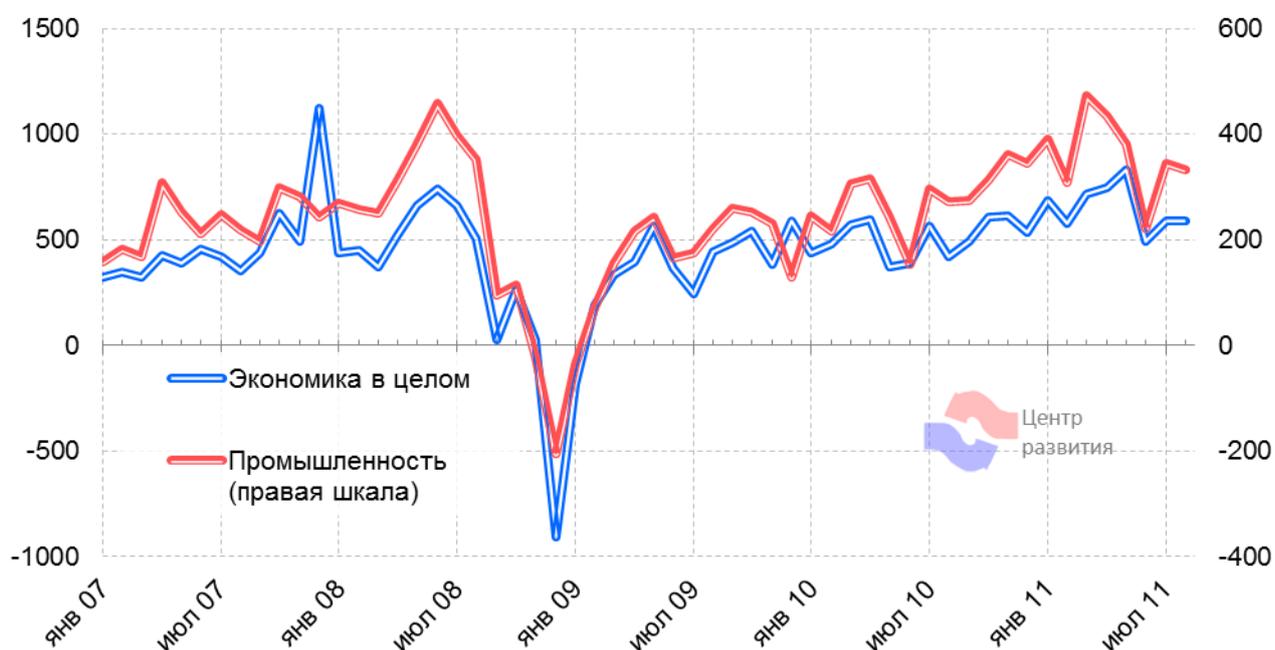


## Структура расходов консолидированного бюджета, в %

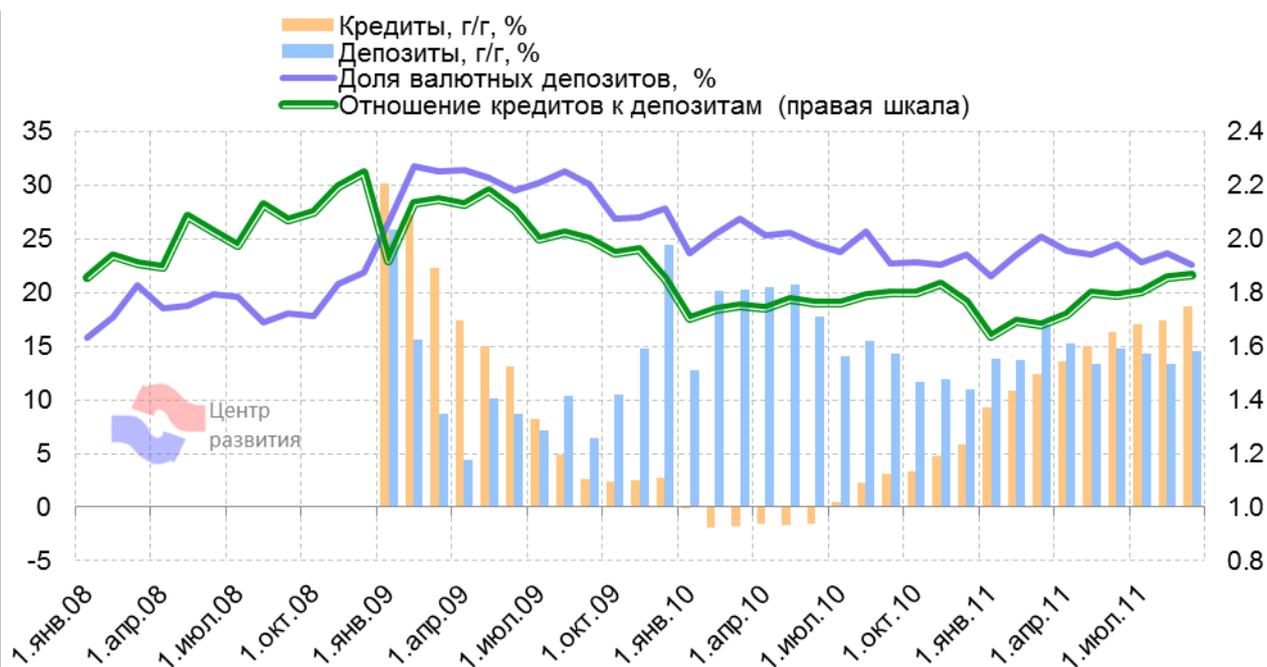
Структура доходов и федерального бюджета и величина дефицита нефтегазового федерального бюджета, в % ВВП <sup>[5]</sup>

### Динамика сальдированного финансового результата в экономике, в млрд. руб.

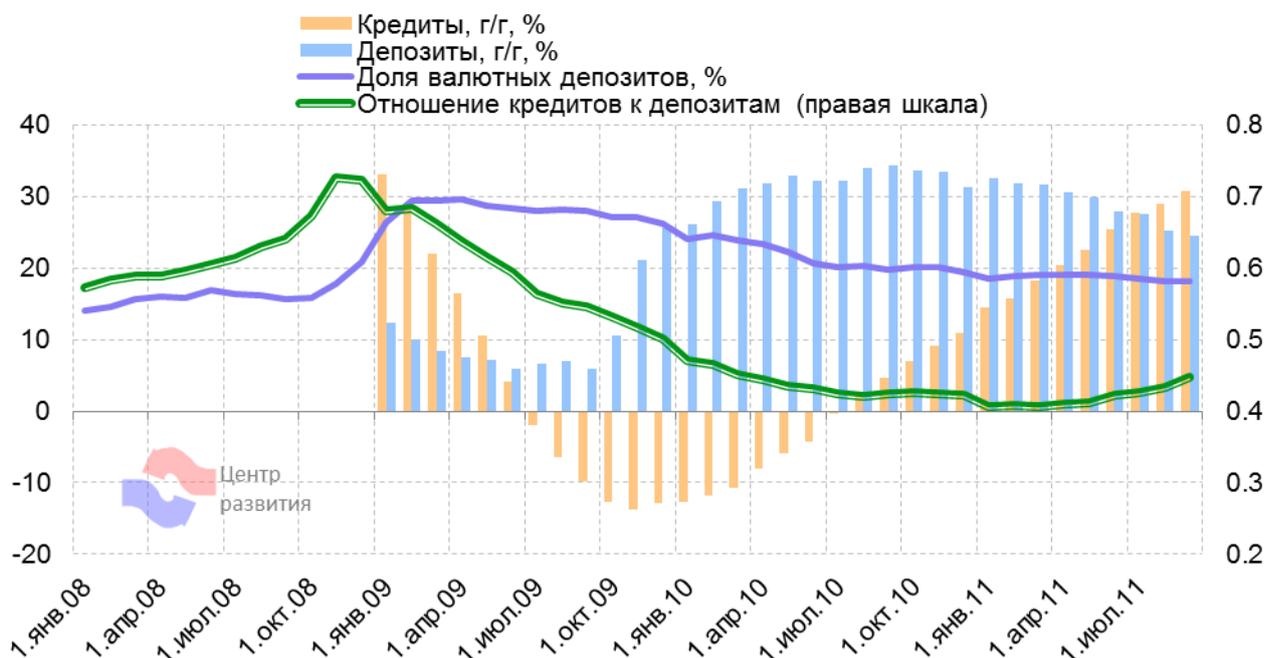
NEW



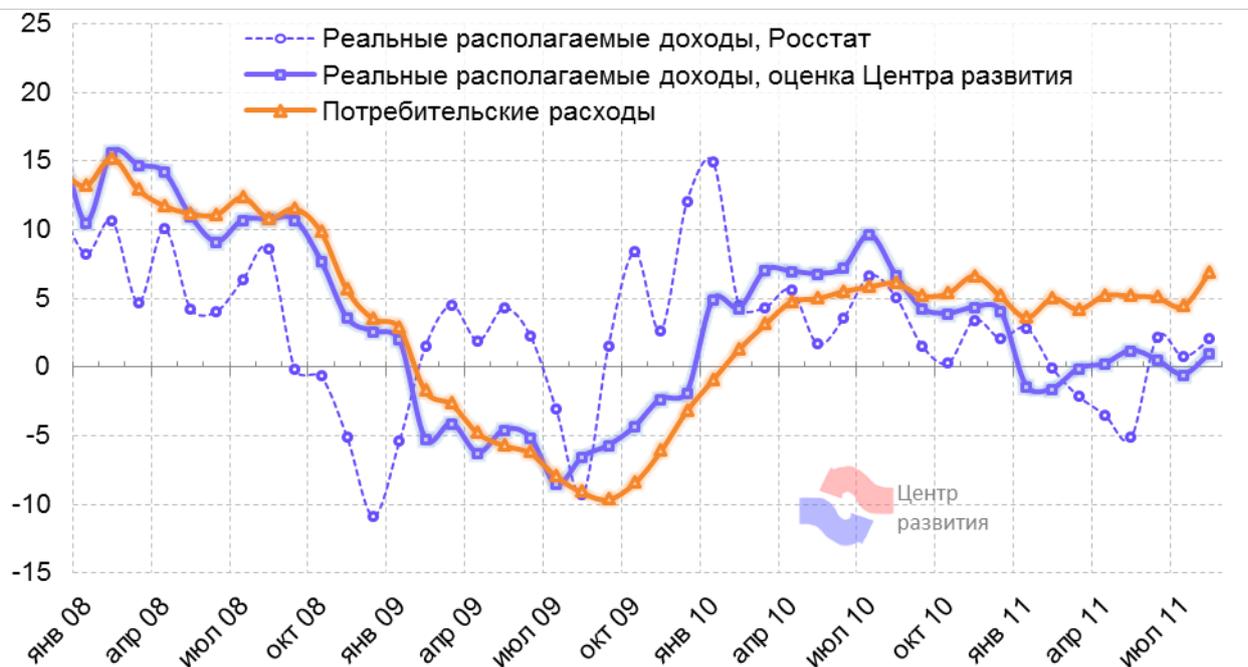
### Динамика требований и обязательств предприятий реального сектора к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка, накопленным итогом)



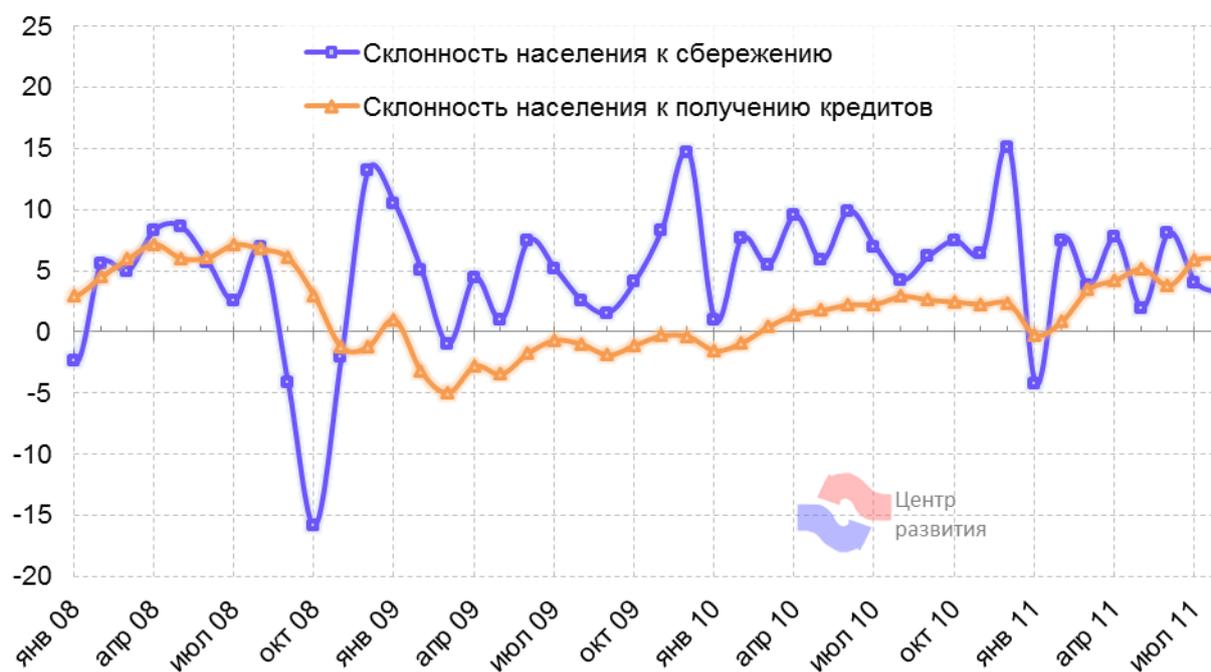
### Динамика требований и обязательств населения к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка, накопленным итогом)



### Динамика доходов и расходов населения в реальном выражении (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

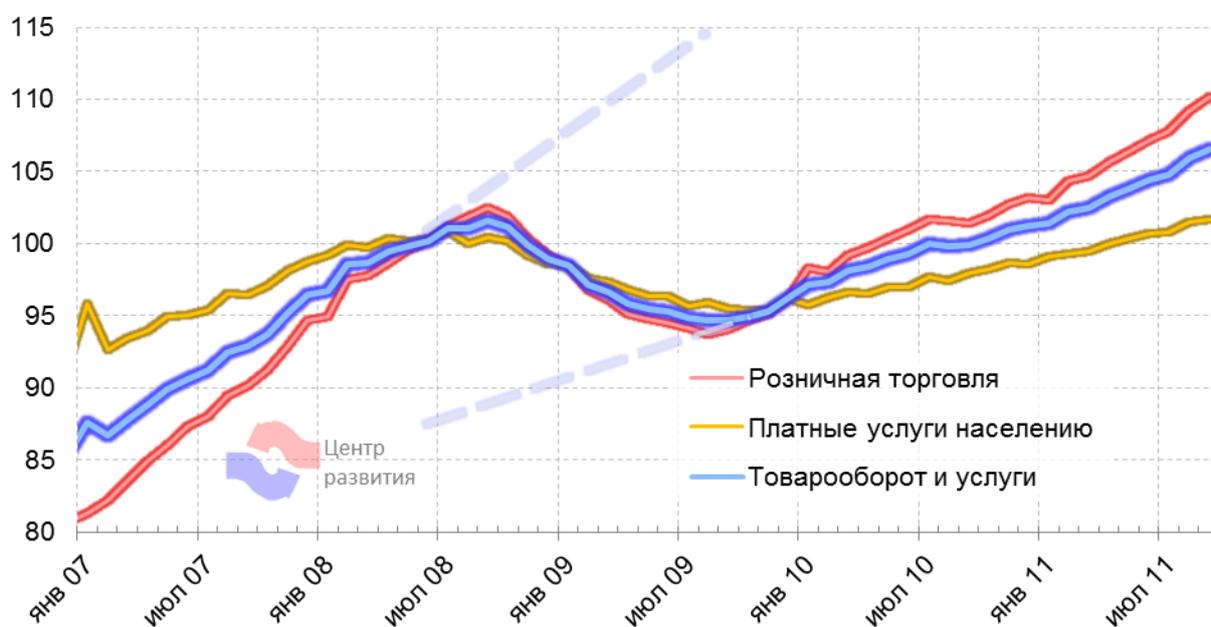


## Склонность населения к сбережению и к получению кредитов, в % дохода



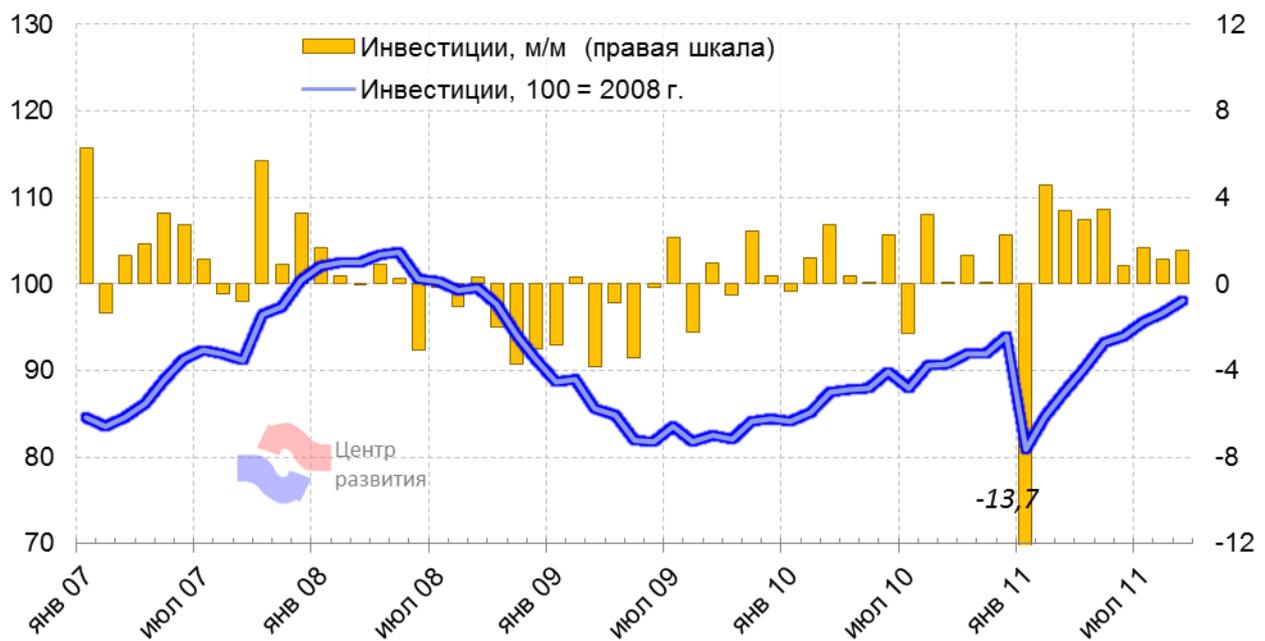
## Динамика товарооборота и платных услуг населению (сезонность устранена, 100 = 2008 г.), в %

NEW



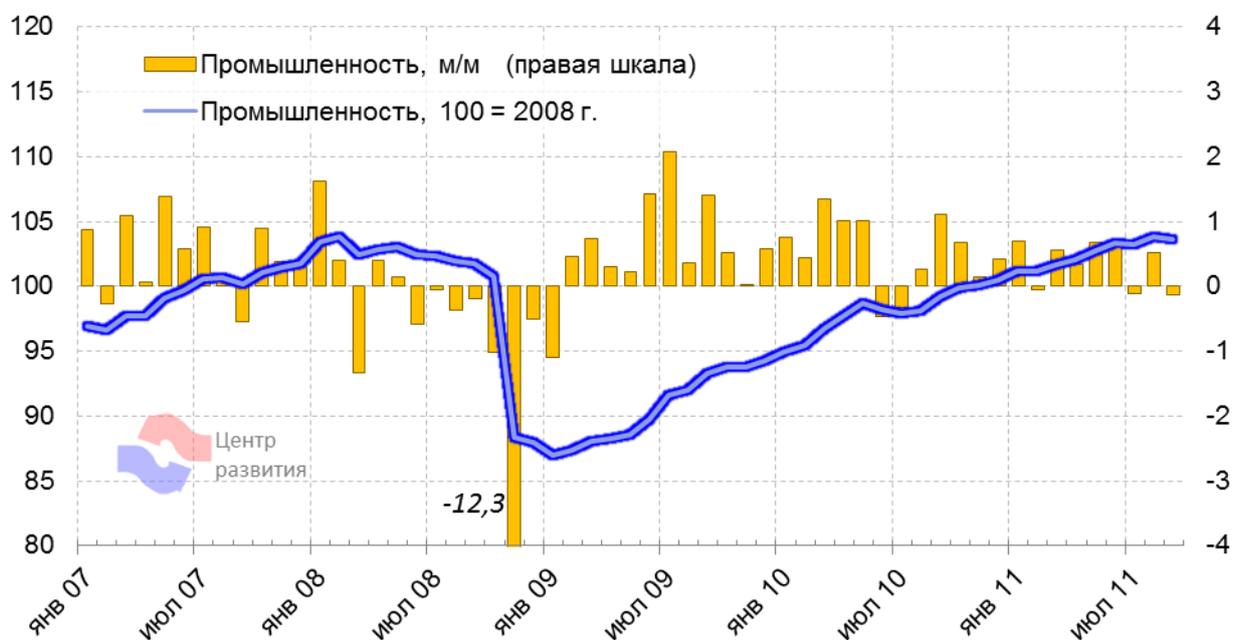
### Динамика инвестиций в основной капитал (сезонность устранена), в %

NEW



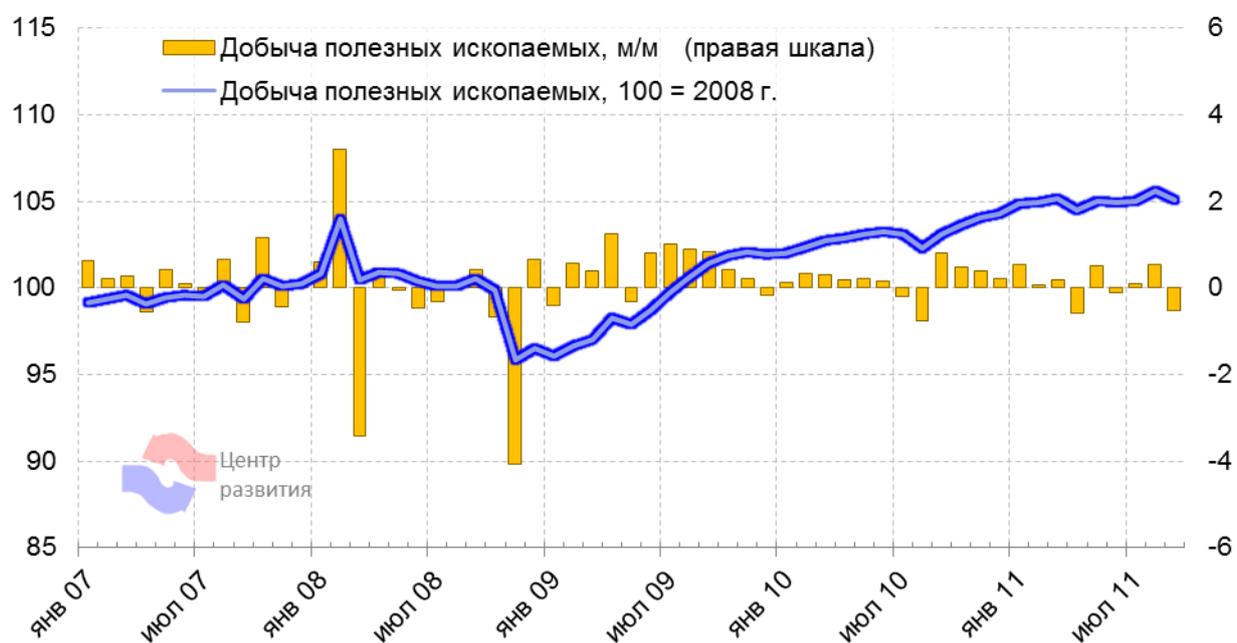
### Динамика выпуска в промышленности (сезонность устранена), в %

NEW



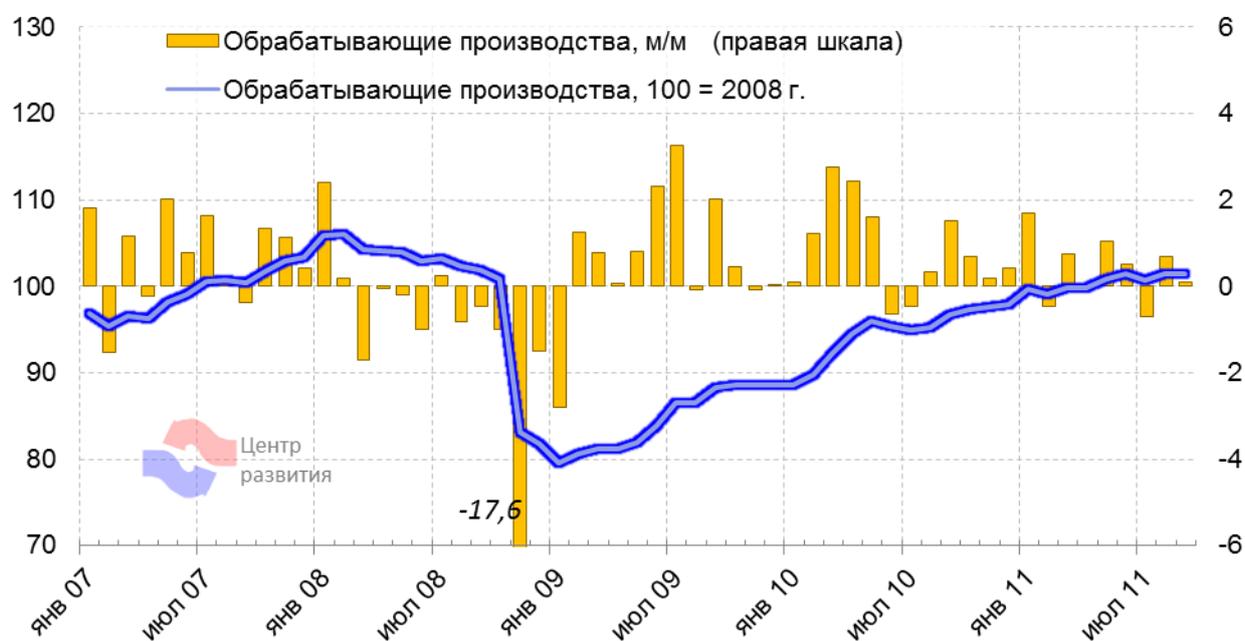
### Динамика выпуска в добывающих отраслях (сезонность устранена), в %

NEW

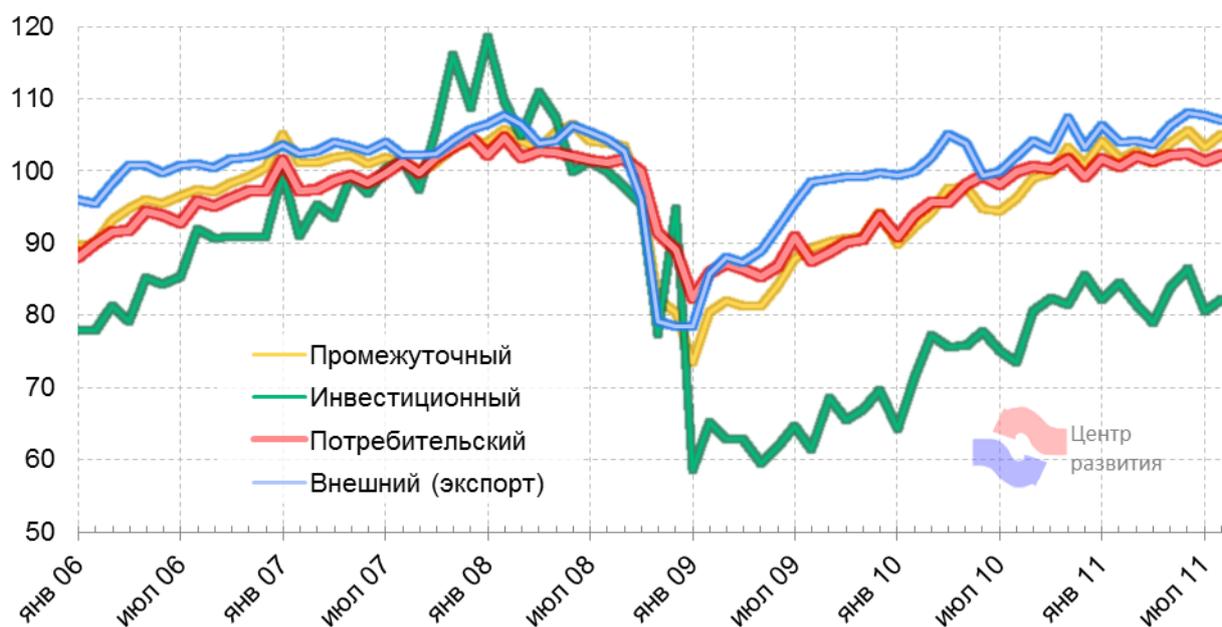


### Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях (сезонность устранена), в %

NEW

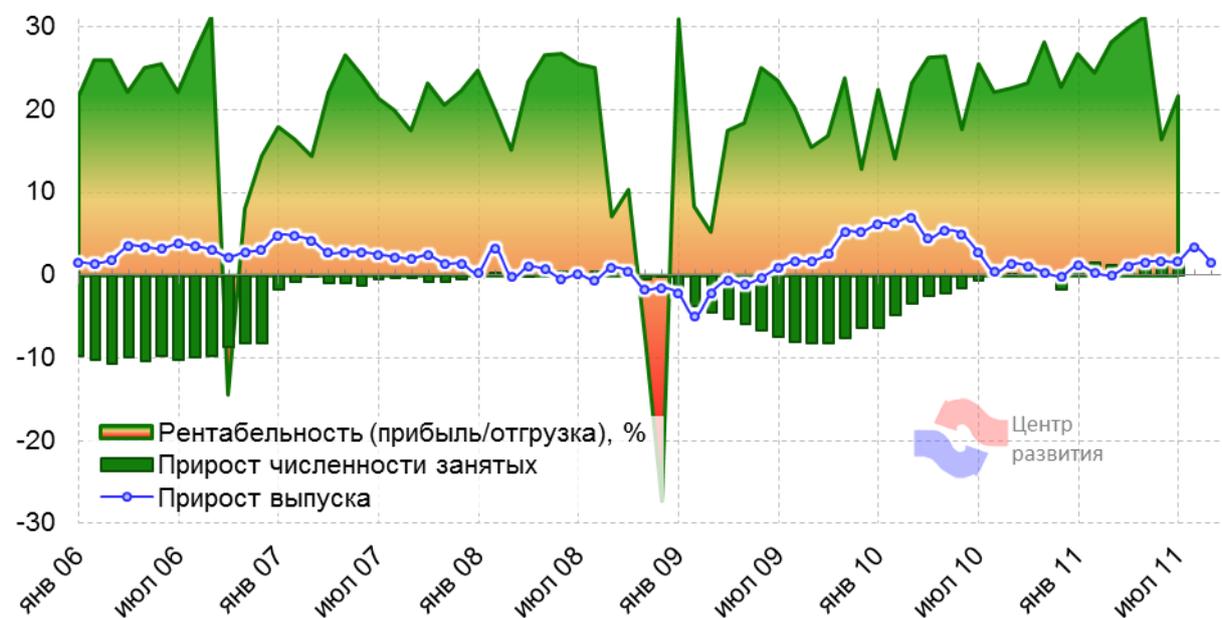


### Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях по видам удовлетворяемого спроса (сезонность устранена, 100 = 2008 г.), в %



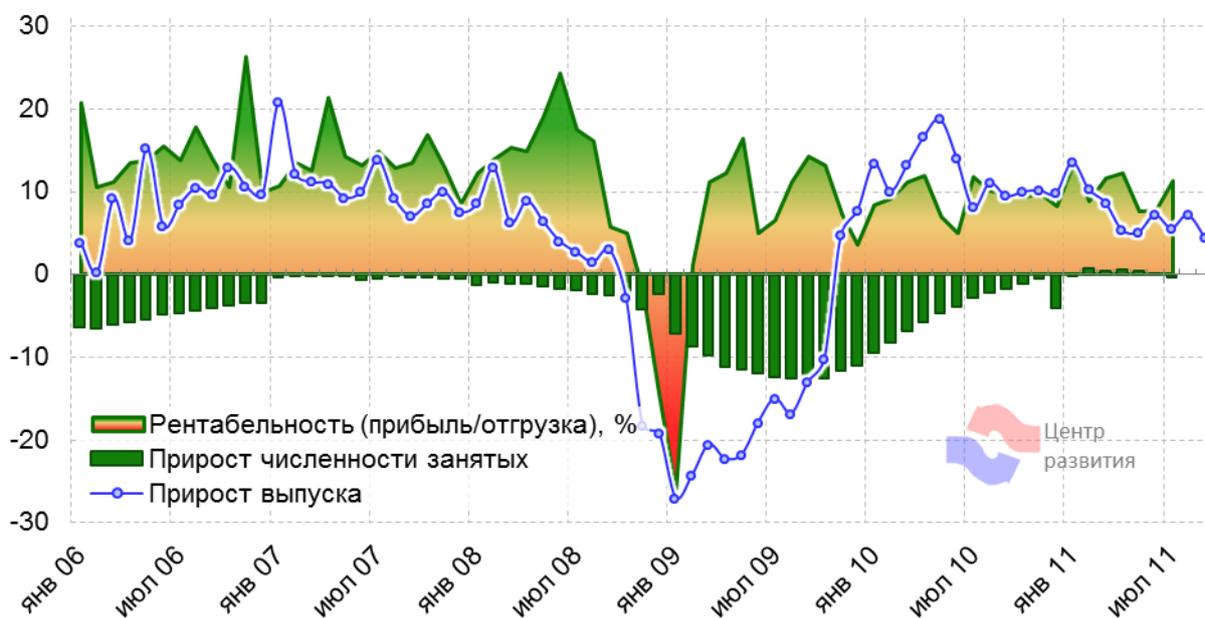
### Показатели состояния добывающих отраслей (рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



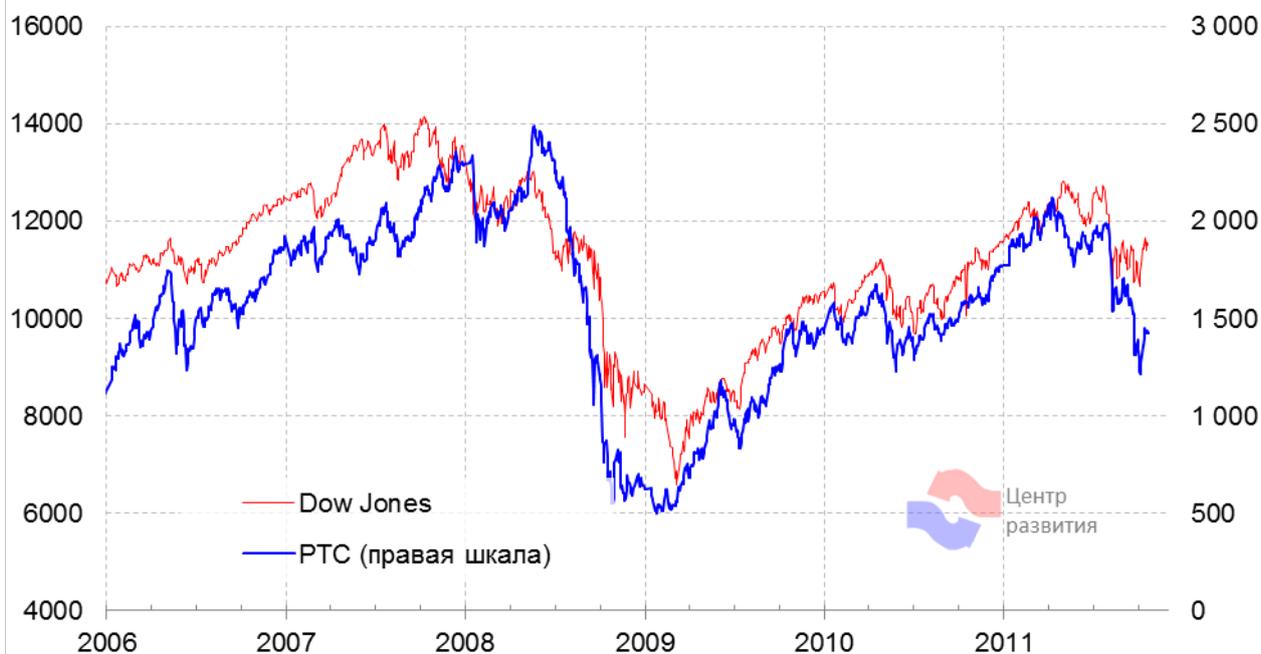
### Показатели состояния обрабатывающих отраслей (рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



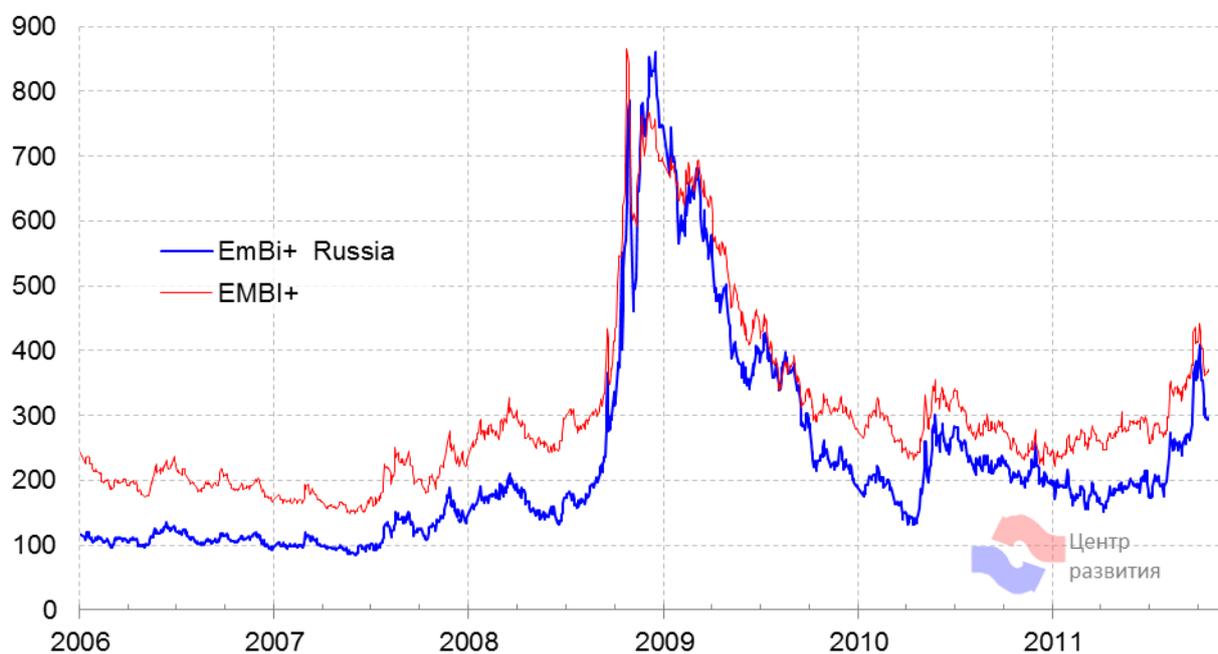
### Динамика фондовых индексов

NEW



### Динамика индекса доходности облигаций в России и в развивающихся странах

NEW



## Комментарии к «картинкам»

<sup>[1]</sup> Равновесная цена на нефть – расчётная цена на нефть, при которой достигается нулевое значение сальдо счёта текущих операций (сезонно сглаженного).

<sup>[2]</sup> В базовой инфляции (БИПЦ) по методологии Центра развития НИУ ВШЭ не учитывается изменение цен: из числа продовольственных товаров – на плодоовощную продукцию и яйца, из числа непродовольственных товаров – на бензин, меховые изделия, из числа услуг – на услуги железнодорожного транспорта, ЖКХ, дошкольного воспитания, образовательные и санаторно-оздоровительные; все значения на правой шкале (год к году) с относительно небольшой погрешностью соответствуют значениям на левой шкале (месяц к месяцу), приведённым в годовое представление.

<sup>[3]</sup> Прирост ликвидности, предоставляемой государством экономике в целом, рассчитывается как сумма прироста золотовалютных резервов (с учётом валютной переоценки), прироста кредитов Банка России коммерческим банкам, прироста депозитов Минфина в коммерческих банках, прироста дефицита консолидированного бюджета России и снижение совокупной стоимости находящихся в обращении облигаций федерального займа (ОФЗ). Прирост ликвидности коммерческих банков рассчитывается как сумма прироста корреспондентских счетов банков в Банке России, прироста депозитов банков в Банке России, прироста совокупной стоимости находящихся в обращении облигаций Банка России (ОБР) и прироста совокупной стоимости облигаций федерального займа (ОФЗ), находящихся у коммерческих банков.

<sup>[4]</sup> Акцизы и НДС – внутренние, то есть уплачиваемые с товаров, произведённых внутри страны, и деятельности, осуществляемой российскими компаниями; налог на импорт – сумма внешних акцизов, внешних НДС и ввозных пошлин.

<sup>[5]</sup> Единый социальный налог, начиная с 2010 года, не взимается.

*Источники:* Росстат, Банк России, Казначейство РФ, Центр развития НИУ ВШЭ, Chicago Mercantile Exchange, Cbonds, банковская отчётность.

## Команда Центра развития

---

Наталья Акиндинова

Дарья Авдеева

Елена Балашова

Михаил Волков

Николай Кондрашов

Алексей Кузнецов

Валерий Миронов

Дмитрий Мирошниченко

Максим Петрович

Сергей Пухов

Гузель Сафарова

Сергей Смирнов

Андрей Чернявский

---

*Исследование осуществлено в рамках программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2011 году*

## Ждем Ваших вопросов и замечаний!

**ЦЕНТР РАЗВИТИЯ:** тел./факс +7 (495)625-94-74, e-mail: [info@dcenter.ru](mailto:info@dcenter.ru), <http://www.dcenter.ru>.

**НИУ «Высшая школа экономики»:** тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: [hse@hse.ru](mailto:hse@hse.ru), <http://www.hse.ru>

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