

## **Мониторинг финансовой стабильности в РФ, странах с переходной экономикой и развивающихся странах**

Ни одно государство не застраховано от рисков, связанных с нестабильностью финансовой системы. Однако особенно уязвимы к таким рискам переходные и развивающиеся экономики, поскольку их рынки уже открыты, но при этом не сформированы механизмы, смягчающие воздействие фундаментальных факторов возникновения финансовой неустойчивости.

Отметим, что определение эпизодов развития экономики, которые можно назвать финансовой нестабильностью, является само по себе непростой задачей. В частности, вполне логично считать финансовой нестабильностью банкротство нескольких финансовых институтов. Однако в некоторых обстоятельствах это может быть составной частью обычного рыночного процесса, при котором прекращают функционировать убыточные фирмы, которые не смогли организовать эффективную деятельность. В то же время при других обстоятельствах банкротство одного финансового института может стать спусковым крючком финансового кризиса. Поэтому финансовую нестабильность можно определить как такие проблемы в финансовой системе страны, которые оказывают значительное негативное влияние на экономическую активность.

Многочисленные исследования показали, что периоды финансовой нестабильности, предшествующие кризису, могут иметь общие основные элементы. Большие издержки, которые несет экономика в результате финансовых кризисов, вызвали многочисленные попытки построения моделей, которые позволили бы распознать нарастание предкризисных явлений и дать экономическим агентам время на их преодоление. Таким образом, для предотвращения развертывания кризиса необходим мониторинг состояния финансовой системы страны, в том числе по некоторому набору индикаторов, позволяющих на регулярной основе анализировать ее стабильность.

Отметим, что предлагаемая методология дает лишь определенную информацию о складывающихся тенденциях в сфере финансовой нестабильности, но никак не указывает на то, что однозначно случится или не случится финансовый кризис. Кроме того, предлагаемый анализ позволяет следить за долгосрочными тенденциями развития экономики. Так, отдельные негативные тенденции могут в краткосрочной перспективе компенсироваться благоприятными факторами (такими как значительный профицит

бюджета, вызванный рекордными ценами на нефть). В то же время при ухудшении конъюнктуры накопленные негативные явления в экономике могут все-таки вызвать финансовую нестабильность.

Как и в предыдущих выпусках мониторинга, основные макроэкономические индикаторы, отражающие общую ситуацию в финансовом секторе страны, могут быть сгруппированы следующим образом<sup>1</sup>

- Темп экономического роста:
  - темп роста ВВП;
  - динамика промышленного производства.
- Платежный баланс:
  - сальдо текущего счета;
  - золотовалютные резервы;
  - внешний долг;
  - условия торговли (цены экспорта);
  - импорт и экспорт;
  - реальный эффективный курс;
  - отток капитала.
- Процентные ставки:
  - реальная процентная ставка;
  - разница между внутренней процентной ставкой и ставкой LIBOR;
  - отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
- Денежные индикаторы:
  - ИПЦ;
  - динамика внутреннего кредита в реальном выражении;
  - денежный мультипликатор;
  - темп роста депозитов в реальном выражении;
  - отношение денежной массы к золотовалютным резервам;
  - «избыточное» предложение денег в реальном выражении.
- Индекс давления на валютный рынок.

---

<sup>1</sup> При разработке системы индикаторов-предвестников финансовой нестабильности использовались статистические данные ФСГС РФ, ЦБ РФ и ряда зарубежных источников (МВФ, BLS, BBA). Указанные данные мы публикуем в Интернете на сайте ИЭПП вместе с текстом мониторинга.

В большинстве случаев мы используем темпы прироста показателей либо рассматриваем их отношение к ВВП, что позволяет нам обеспечить сопоставимость данных, а также решить проблему нестационарности некоторых рядов. В то же время в ряде случаев для анализа используются показатели, выраженные в уровнях, так как именно в таком виде они продемонстрировали наибольшую прогностическую силу. В таблице приведено описание преобразований, которым подвергались индикаторы, а также указана периодичность данных и их источник.

### **Некоторые характеристики индикаторов-предвестников финансовой нестабильности**

<b>Индикатор</b>	<b>Преобразование</b>	<b>Периодичность</b>	<b>Источник</b>
Темп роста ВВП	Тем прироста в реальном выражении к АППГ	Ежеквартально	МЭРТ России <sup>2</sup>
Динамика промышленного производства	Темп прироста к предыдущему периоду	Ежемесячно	Росстат
Сальдо текущего счета платежного баланса	Уровень	Ежеквартально	ЦБ РФ
Золотовалютные резервы	Темп прироста к предыдущему периоду	Ежемесячно	ЦБ РФ
Внешний долг	% ВВП	Ежеквартально	ЦБ РФ
Условия торговли <sup>3</sup> (цены на нефть марки «Брент»)	Уровень	Ежемесячно	IFS <sup>4</sup>
Импорт и экспорт	Темп прироста к АППГ	Ежемесячно	ЦБ РФ
Реальный эффективный курс рубля	Темп прироста к предыдущему периоду	Ежемесячно	ЦБ РФ
Чистый отток капитала <sup>5</sup>	Уровень	Ежеквартально	ЦБ РФ, расчеты ИЭПП
Бегство капитала	Уровень	Ежеквартально	ЦБ РФ, расчеты ИЭПП
Реальная процентная ставка на рынке МБК	Уровень	Ежеквартально	ЦБ РФ, Росстат, расчеты ИЭПП
Спрэд между внутренней ставкой процента и ставкой LIBOR	Уровень	Ежемесячно	ЦБ РФ, IFS, расчеты ИЭПП
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам	Уровень	Ежемесячно	ЦБ РФ, расчеты ИЭПП
ИПЦ	Темп прироста к АППГ	Ежемесячно	Росстат
Внутренний кредит	Темп прироста в реальном выражении к предыдущему периоду	Ежемесячно	ЦБ РФ
Денежный мультипликатор	Уровень	Ежемесячно	ЦБ РФ, расчеты

<sup>2</sup> Предварительная оценка.

<sup>3</sup> В оригинале данный индикатор представляет собой отношение цен экспорта к ценам импорта. Однако по причине отсутствия цен экспорта и импорта в статистике платежного баланса РФ такой расчет не возможен. В качестве аналогичного показателя нами рассмотрена динамика цен на нефть марки «Брент». Поскольку нефть является одной из главных позиций российского экспорта, то индекс изменения ее цены при предпосылке об относительной неизменности цен импортируемых товаров может служить достаточно надежным индикатором условий торговли страны.

<sup>4</sup> База данных International Financial Statistics.

<sup>5</sup> Чистый отток капитала представляет собой сальдо по счету движения капитала для банков и нефинансовых предприятий, а также чистые ошибки и пропуски. Бегство капитала характеризуется суммой торговых кредитов и авансов, своевременно не возвращенной экспортной выручки и чистых ошибок и пропусков. Положительное значение показателей означает приток капитала, а отрицательное – его отток.

			ИЭПП
Депозиты <sup>6</sup>	Темп прироста в реальном выражении к предыдущему периоду	Ежемесячно	ЦБ РФ, Росстат, расчеты ИЭПП
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам	Уровень	Ежемесячно	ЦБ РФ, расчеты ИЭПП
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении <sup>7</sup>	% ВВП	Ежеквартально	ЦБ РФ, Росстат, расчеты ИЭПП
Индекс давления на валютный рынок <sup>8</sup>	Индекс	Ежемесячно	ЦБ РФ, расчеты ИЭПП

Динамика большинства индикаторов рассматривается, начиная с 1999 года, когда значительная часть негативных последствий финансового кризиса 1998 года уже была преодолена. В то же время в ряде случаев, прежде всего, по причине доступности той или иной статистики, индикатор может анализироваться на другом временном интервале.

Как и в предыдущих выпусках мониторинга, для анализа финансовой стабильности на развивающихся рынках, за исключением России, мы использовали методологию качественного анализа, в рамках которой предлагается делать вывод о том, что поведение показателя свидетельствует о повышении вероятности наступления

<sup>6</sup> Рассматривается сумма депозитов до востребования, срочных, сберегательных депозитов и депозитов в иностранной валюте.

<sup>7</sup> «Избыточное» предложение денег в реальном выражении определяется как отклонение оцененного спроса на деньги от наблюдаемого предложения денег (выраженного как доля денежной массы в ВВП),

т. е. как остатки регрессионного уравнения следующего вида:  $\frac{M_t}{GDP_t} = a_0 + a_1 Y_t + a_2 \Delta p_t + a_3 t + \varepsilon_t$ ,

где  $M_t$  – денежная масса  $M_2$ ;  $GDP_t$  – номинальный ВВП;  $Y_t$  – объем ВВП (в реальном выражении);  $\Delta p_t$  – индекс потребительских цен;  $t$  – время. Остатки  $\varepsilon_t$  интерпретируются как показатель «избыточного» кредитования экономики.

<sup>8</sup> Индекс представляет собой среднее взвешенное значение трех показателей:

- 1) темп прироста курса национальной валюты за месяц,  $\dot{E}$ ;
- 2) темп прироста золотовалютных резервов (с обратным знаком),  $\dot{R}$ ;
- 3) уровня процентной ставки (для РФ – процентная ставка на рынке МБК),  $i$ .

Два последних слагаемых отражают политику денежных властей на валютном рынке в случае спекулятивной атаки на национальную валюту. Предполагается, что при фиксированном (регулируемом) валютном курсе атака будет приводить к уменьшению золотовалютных резервов. С другой стороны, при любом режиме валютного курса, центральный банк для защиты национальной валюты может повышать процентные ставки. Последнее учитывается при включении в формулу для расчета индекса третьего слагаемого. Таким образом, индекс «давления на валютный рынок» рассчитывается как:

$$I = \frac{w_1 \dot{E} + w_2 (-\dot{R}) + w_3 i}{3}.$$

Веса  $w_1, w_2, w_3$  выбираются таким образом, чтобы дисперсии всех трех величин были одинаковы, т. е.

$$D(w_1 \dot{E}) = D(w_2 \dot{R}) = D(w_3 i). \text{ Следовательно, принимая } w_1 = 1, w_2 = \sqrt{\frac{D(\dot{E})}{D(\dot{R})}}, w_3 = \sqrt{\frac{D(\dot{E})}{D(i)}}.$$

кризиса в ближайшем будущем, если наблюдается резкое увеличение/снижение показателя (в зависимости от теоретической гипотезы относительно предполагаемого поведения индикатора перед кризисом).

Кроме того, для мониторинга финансовой стабильности в РФ применяется методология количественного анализа индикаторов-предвестников, в рамках которой были построены пороговые значения индикаторов, а также рассчитан сводный индекс финансовой стабильности, позволяющий оценить вероятность возникновения финансовой нестабильности в следующем квартале (более подробная методология количественного анализа может быть выслана всем желающим по запросу).

Перейдем к рассмотрению результатов мониторинга финансовой стабильности в отдельных странах.

### **Российская Федерация**

Результаты применения методологии количественного анализа приведены в таблице ниже, где указаны значения, которые принимали индикаторы-предвестники финансовой нестабильности в II квартале 2007 – IV квартале 2007 гг., пороговые значения индикаторов, а также отражен тот факт, подавали они сигнал или нет. Кроме того, в Приложении 1 приведена динамика индикаторов и наглядно показано, когда они выходили за свои пороговые значения.

#### **Состояние системы индикаторов-предвестников финансовой нестабильности во II – IV кварталах 2007 гг.**

Индикатор	Пороговое значение	II квартал 2007		III квартал 2007		IV квартал 2007	
		Значение индикатора	Сигнал	Значение индикатора	Сигнал	Значение индикатора	Сигнал
Сальдо текущего счета платежного баланса	– 1,5 млрд. долл.	15,9 млрд. долларов	0	15,8 млрд. долларов	0	22,1 млрд. долларов	0
Реальная процентная ставка на рынке МБК	4,4%	– 0,7%	0	– 0,3%	0	– 0,7%	0
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам	3,7	1,04	0	1,08	0	1,13	0
Реальный эффективный курс рубля	+ 6,5%	0,9%	0	0,1%	0	0,8%	0
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	2,2% ВВП	3,5% ВВП	1	2,5% ВВП	1	2,9%	1
Спрэд между внутренней ставкой процента и	40 п.п.	– 1,9 п.п.	0	1,02 п.п.	0	– 0,1 п.п.	0

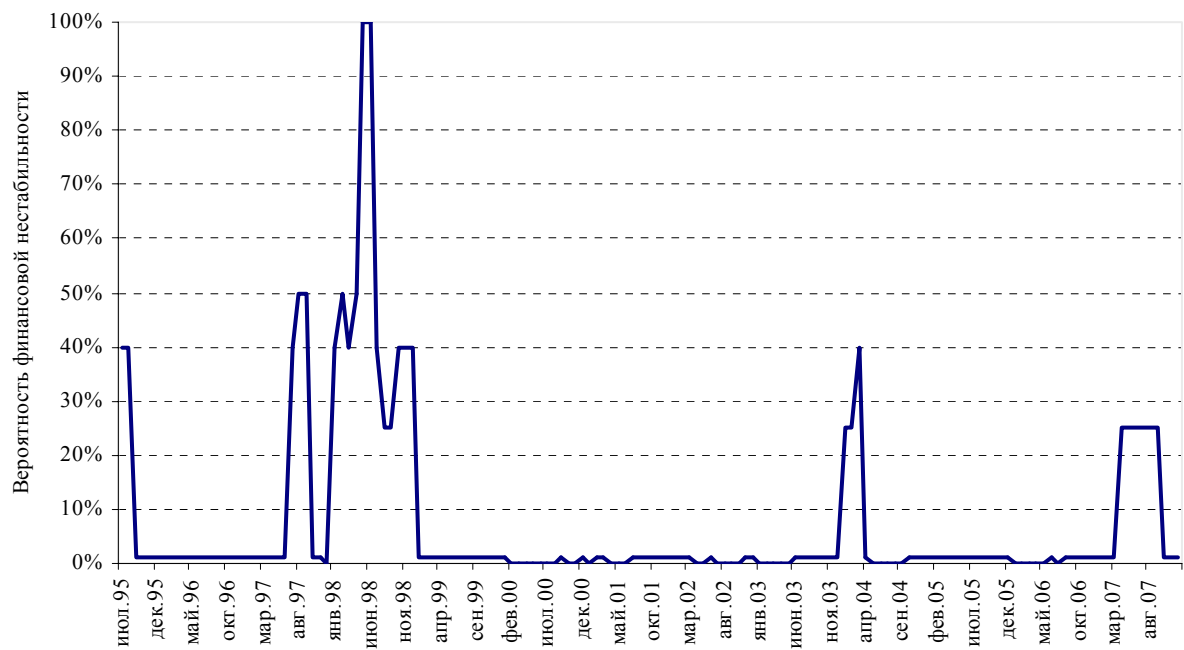
ставкой LIBOR							
Темп роста ВВП	- 5,2%	+ 7,8%	0	+ 6,8%	0	+ 8,4%	0
Условия торговли (цены на нефть марки «Брент»)	12,1 долл. за баррель	72,2 долл. за баррель	0	79,1 долл. за баррель	0	94 долл. за баррель	0
Бегство капитала	- 8,3 млрд. долл.	- 7,9 млрд. долл.	1	- 16,2 млрд. долл.	1	+ 2,5 млрд. долл.	0
Золотовалютные резервы	- 2,2%	+ 0,7%	0	+ 2,2%	0	+ 2,8%	0
Экспорт	- 1,4%	+ 6,6%	0	+ 16,1%	0	+30,6%	0
Внутренний кредит	1,6%	+ 4,9%	1	+ 2,6%	1	+ 10,4%	1
Индекс давления на валютный рынок	1,7	- 2,34	0	0,8	0	- 1,03	0

В IV квартале 2007 года вероятность наступления финансовой стабильности снизилась по сравнению с III кварталом: лишь два из тринадцати индикаторов подали сигнал («избыточное» предложение денег в реальном выражении и внутренний кредит в реальном выражении).

В IV квартале продолжился быстрый рост внутреннего кредита вследствие возобновления притока валюты в страну и роста бюджетных расходов. Резкое расширение денежного предложения является традиционным для конца года.

Таким образом, после нестабильности на межбанковском рынке, наблюдаемой в августе – ноябре, к концу года ситуация на финансовом рынке России пришла в норму, что стало следствием как возобновления притока капитала на фоне благоприятных макроэкономических показателей, так и увеличением расходов бюджета, обеспечивших банкам необходимую им ликвидность.

Исходя из сказанного выше, мы оцениваем вероятность возникновения финансовой нестабильности в РФ в ближайшее время как невысокую, особенно при условии сохранения быстрых темпов экономического роста. Зафиксированное нами состояние системы индикаторов-предвестников соответствует значению сводного индекса финансовой стабильности в размере 0,48 и, соответственно, вероятности наступления финансовой нестабильности в начале 2008 г. на уровне 1,22% (см. Рис.). В то же время в случае ухудшения ситуации на мировом финансовом рынке финансовая стабильность в России может оказаться под угрозой.



Динамика сводного опережающего индикатора финансовой нестабильности в РФ в июле 1995 – декабре 2007 гг.

## Республики бывшего СССР

### Армения

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.
Индекс промышленного производства.	Индекс потребительских цен.
Реальный эффективный курс.	Текущий счет платежного баланса.
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	
Золотовалютные резервы.	
Экспорт.	
Импорт.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Индекс давления на валютный рынок.	

Сложившаяся в экономике Армении ситуация достаточно благоприятна: продолжающийся рост реального сектора вместе со снижающимися реальными процентными ставками и свидетельствуют о стабильности финансовой системы страны. При этом неблагоприятными тенденциями III квартала стали быстрый рост потребительских цен, а также увеличение отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса. Однако, учитывая динамику остальных показателей, можно говорить о низкой вероятности финансового кризиса в ближайшем будущем.

### Белоруссия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Золотовалютные резервы.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	
Импорт.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс потребительских цен.	
Индекс давления на валютный рынок.	



Экспорт.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	

Все рассмотренные индикаторы-предвестники финансовой нестабильности свидетельствует о небольшой вероятности наступления финансового кризиса в ближайшем будущем. Продолжающийся рост экономики вместе с низкой инфляцией и стабильно растущими депозитами в реальном выражении свидетельствуют в пользу стабильности финансового сектора экономики страны.

Следовательно, весь комплекс показателей финансовой стабильности говорит о невысокой вероятности финансового кризиса в стране в краткосрочной перспективе.

### *Казахстан*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>
Внутренний кредит в реальном выражении.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.
Экспорт.	Текущий счет платежного баланса.
Импорт.	Золотовалютные резервы.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	Индекс потребительских цен.
Денежный мультипликатор.	Темп роста депозитов в реальном выражении.
	Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.

Большинство представленных индикаторов свидетельствовали в III квартале в пользу повышения вероятности возникновения нестабильности на финансовом рынке Казахстана в ближайшем будущем. Несмотря на значительные доходы от экспорта нефти, в третьем квартале 2007 года на фоне роста нестабильности на мировом финансовом рынке значительно снизилось сальдо текущего счета платежного баланса Казахстана, отражая возросшие процентные платежи казахских экономических агентов по привлеченным внешним займам. Кроме того, в июле – сентябре быстро увеличивалось «избыточное» предложение денег в реальном выражении. Кроме того, в стране резко ускорилась инфляция, а поддержка курса национальной валюты при оттоке капитала привела к снижению золотовалютных резервов и увеличению отношения денежной массы к золотовалютным резервам. Наконец, проблемы в финансовой системе страны привели к оттоку депозитов.

Указанные факторы создают серьезные основания для возникновения нестабильности в финансовом секторе Казахстана при дальнейшем ухудшении

ситуации на мировом рынке. В частности, снижение цен на основные товары экспорта страны может привести к серьезным экономическим потрясениям в Казахстане.

### *Латвия*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Текущий счет платежного баланса.
Золотовалютные резервы.	Темп роста депозитов в реальном выражении.
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Индекс потребительских цен.	
Экспорт.	
Импорт.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Отношение денежной массы к ЗВР	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	

Большая часть анализируемых показателей свидетельствует о стабильности финансовой системы Латвии. Динамика темпа роста ВВП в реальном выражении говорит о продолжающемся росте экономики. Объём золотовалютных резервов страны также постепенно растет.

Вместе с тем в III квартале 2007 года экономика Латвии по-прежнему характеризовалась значительным отрицательным сальдо текущего счёта платёжного баланса, что можно рассматривать как отрицательную тенденцию. Кроме того, в июле – сентябре наблюдалось некоторое снижение депозитов в реальном выражении. Однако в совокупности индикаторы указывают на низкую вероятность финансового кризиса в стране в ближайшем будущем.

### *Литва*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Индекс промышленного производства.	
Текущий счет платежного баланса.	
Золотовалютные резервы.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Денежный мультипликатор.	

Индекс давления на валютный рынок.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	
Экспорт.	
Индекс потребительских цен.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Импорт.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Литвы, свидетельствуют о том, что вероятность возникновения кризиса в ближайшее время низка. Поведение всех индикаторов-предвестников кризиса стабильно и не демонстрирует резких изменений, которые свидетельствовали бы о приближающемся кризисе. Таким образом, на фоне благоприятной динамики показателей мониторинга вероятность финансового кризиса в ближайшем будущем (при сохранении стабильности на мировом финансовом рынке) невысока.

### Украина

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>
Внутренний кредит в реальном выражении.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении
Золотовалютные резервы.	Индекс потребительских цен.
Экспорт.	
Импорт.	
Реальный эффективный курс.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс давления на валютный рынок.	

Исходя из результатов анализа индикаторов-предвестников кризиса, можно сделать вывод о том, что вероятность наступления финансового кризиса на Украине в ближайшее время низка. Неблагоприятными тенденциями стали лишь быстрый рост «избыточного» предложения денег в реальном выражении, а также ускорение темпов роста потребительских цен. Однако пока данные тенденции не угрожают стабильности финансовой системы страны.

### Эстония

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Внутренний кредит в реальном выражении.	Темп роста депозитов в реальном выражении.
Золотовалютные резервы.	
Текущий счет платежного баланса.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Импорт.	
Индекс потребительских цен.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Экспорт.	
Денежный мультипликатор.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Эстонии, говорят о том, что поведение индикаторов-предвестников кризиса в основном стабильно и не демонстрирует резких изменений, которые свидетельствовали бы о приближающемся кризисе. Беспокойство вызывает лишь рост спреда между внутренней и внешней ставками процента, а также снижение объема депозитов в реальном выражении. Но с учетом благоприятной ситуации в экономике в целом вероятность возникновения финансового кризиса в Эстонии в ближайшем будущем мы оцениваем как невысокую.

### Переходные экономики стран Центральной и Восточной Европы

#### Албания

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.
Золотовалютные резервы.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Экспорт.	
Импорт.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Индекс потребительских цен.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Денежный мультипликатор.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс давления на валютный рынок.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Албании, свидетельствуют о том, что вероятность возникновения кризиса в ближайшее время невелика. Поведение большинства индикаторов-предвестников кризиса стабильно и не демонстрирует резких изменений, которые свидетельствовали бы о приближении финансовой нестабильности. В то же время в третьем квартале 2007 года вырос спрэд между внутренней и внешней ставками процента.

Отметим, что из-за отсутствия статистики по показателям реального сектора экономики довольно сложно провести полный анализ финансовой стабильности в стране. Однако в целом можно утверждать, что финансовый сектор экономики Албании в настоящее время развивается достаточно стабильно, и вероятность возникновения кризиса в ближайшем будущем невелика.

### *Болгария*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>
Индекс промышленного производства.	Индекс потребительских цен.
Темп роста ВВП в реальном выражении	Импорт.
Текущий счет платежного баланса.	Внутренний кредит в реальном выражении.
Золотовалютные резервы.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.
Экспорт.	
Реальный эффективный курс.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс давления на валютный рынок.	

Ситуация в финансовом секторе экономики Болгарии является достаточно стабильной. Процентные ставки остаются на довольно низком уровне, а динамика индекса давления на валютный рынок говорит о низкой вероятности кризиса в данном секторе финансовой системы страны.

В то же неблагоприятными тенденциями являются значительное ускорение инфляции, быстрое увеличение внутреннего кредита в реальном выражении, «избыточного» предложения денег в реальном выражении, а также расширение импорта опережающими темпами по сравнению с экспортом.

На фоне благоприятной динамики остальных индикаторов мониторинга мы оцениваем вероятность возникновения финансовой нестабильности в Болгарии в ближайшее время как не очень высокую, но выявленные негативные тенденции необходимо отслеживать в дальнейшем.

### *Венгрия*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>
Индекс потребительских цен.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Индекс промышленного производства.	
Текущий счет платежного баланса.	
Золотовалютные резервы.	
Экспорт.	
Импорт.	
Реальный эффективный курс.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Денежный мультипликатор.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс давления на валютный рынок.	

По результатам анализа индикаторов-предвестников финансовой нестабильности можно сделать вывод о том, что вероятность наступления финансового кризиса в Венгрии, несмотря на замедление темпа роста ВВП в ближайшее время невелика. В целом ситуация в реальном секторе остается нормальной, а динамика показателей банковского сектора, учитывая рост промышленного производства, также свидетельствует в пользу финансовой стабильности в ближайшем будущем. Таким образом, основываясь на анализе всей системы индикаторов, мы полагаем, что финансовый кризис в Венгрии в ближайшее время не произойдет.

### *Польша*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>
Текущий счет платежного баланса.	Реальный эффективный курс.
Индекс промышленного производства.	Индекс потребительских цен.
Импорт.	
Золотовалютные резервы.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Экспорт.	
Условия торговли.	

Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Индекс давления на валютный рынок.	

По результатам анализа индикаторов-предвестников кризиса можно сделать вывод о том, что вероятность наступления финансового кризиса в Польше в ближайшее время невелика.

В частности, несмотря на увеличение реального эффективного курса национальной валюты при одновременном росте ИПЦ, показатели реального сектора экономики свидетельствуют о стабильности экономики и, как следствие, о сохранении стабильной ситуации в финансовом секторе. На настоящий момент мы оцениваем вероятность финансового кризиса в Польше в ближайшее время как низкую.

### *Румыния*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>
Темп роста ВВП в реальном выражении	Внутренний кредит в реальном выражении.
Текущий счет платежного баланса	
Индекс промышленного производства.	
Реальный эффективный курс.	
Золотовалютные резервы.	
Экспорт.	
Импорт.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	
Индекс потребительских цен.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Румынии, свидетельствуют о том, что вероятность возникновения кризиса в ближайшее время невелика. Поведение всех индикаторов-предвестников кризиса за исключением внутреннего кредита в реальном выражении стабильно и не демонстрирует резких изменений, которые свидетельствовали бы о приближающемся кризисе. Низкая инфляция и хорошие показатели денежного рынка позволяют утверждать, что в ближайшее время кризиса в Румынии не произойдет.

### *Словакия*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>

Темп роста ВВП в реальном выражении.	Текущий счет платежного баланса.
Импорт.	Внутренний кредит в реальном выражении.
Индекс промышленного производства.	
Золотовалютные резервы.	
Реальный эффективный курс рубля.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Экспорт.	
Индекс потребительских цен.	
Денежный мультипликатор.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	
Индекс давления на валютный рынок.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Словакии, свидетельствуют в пользу того, что вероятность возникновения кризиса в ближайшее время низка.

Показатели развития реального сектора говорят о том, что состояние экономики стабильно; на это же указывает динамика процентных ставок, индикатора давления на валютный рынок и избыточного предложения денег в реальном выражении. Неблагоприятными тенденциями стали лишь увеличение отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса, а также расширение внутреннего кредита в реальном выражении. Таким образом, поведение индикаторов-предвестников кризиса не дает оснований считать, что Словакия может в ближайшее время столкнуться с финансовой нестабильностью.

### Чехия

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Текущий счет платежного баланса
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	Индекс потребительских цен.
Индекс промышленного производства.	
Золотовалютные резервы.	
Экспорт.	
Импорт.	
Реальный эффективный курс.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	



Внутренний кредит в реальном выражении.	
Денежный мультипликатор.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс давления на валютный рынок.	

Большая часть рассмотренных показателей свидетельствует о стабильности финансовой системы Чехии. В частности, страна испытывает экономический рост, объём золотовалютных резервов продолжает увеличиваться. Показатели денежного рынка стабильны и не вызывают опасений. В то же время экономический рост сопровождается повышением инфляционного давления. Кроме того, отрицательное сальдо текущего счета платежного баланса Чехии становится все больше. Однако в настоящее время можно констатировать, что финансовый кризис Чехии в ближайшее время не угрожает.

## Развивающиеся страны Азии, Африки и Латинской Америки

### Аргентина

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Импорт.
Золотовалютные резервы.	
Текущий счет платежного баланса.	
Экспорт.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс потребительских цен.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	

Из приведённой таблицы видно, что практически все рассматриваемые индикаторы финансовой стабильности свидетельствуют в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Аргентины минимальна. В стране продолжается экономический рост, золотовалютные резервы Аргентины продолжают расти, а процентная ставка демонстрирует стабильность. Единственной неблагоприятной

тенденцией третьего квартала 2007 года стало значительное увеличение импорта, приведшее к снижению положительного сальдо текущего счета платежного баланса. Однако динамика фундаментальных факторов позволяет утверждать, что в ближайшее время кризис на финансовом рынке Аргентины маловероятен.

### *Бразилия*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.
Индекс промышленного производства.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Импорт.	
Условия торговли.	
Золотовалютные резервы.	
Экспорт.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс потребительских цен.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	

Большинство рассматриваемых индикаторов финансовой стабильности в Бразилии свидетельствует в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе страны минимальна. В стране продолжается экономический рост, при этом ситуация на денежном рынке также не внушает опасений, так как темпы инфляции стабильны.

Тревожной тенденцией являются лишь увеличение «избыточного» предложения денег в реальном выражении, а также отношения денежной массы к золотовалютным резервам. По всей видимости, в III квартале в экономике Бразилии денежное предложение росло быстрыми темпами. Но на фоне благоприятной динамики индикаторов можно говорить о низкой вероятности финансового кризиса в Бразилии в ближайшем будущем.

### *Индонезия*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>
---	---

Темп роста ВВП в реальном выражении.	Импорт.
Текущий счет платежного баланса.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.
Золотовалютные резервы.	Внутренний кредит в реальном выражении.
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс потребительских цен.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Экспорт.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	

Большинство рассматриваемых индикаторов финансовой стабильности свидетельствует в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Индонезии минимальна. В стране продолжается устойчивый экономический рост и увеличение золотовалютных резервов, а процентные ставки остаются стабильными. В то же время за III квартал произошло некоторое увеличение «избыточного» предложения денег в реальном выражении на фоне быстрого расширения внутреннего кредита в реальном выражении, а также в стране наблюдался опережающий рост импорта по сравнению с экспортом. Однако на фоне благоприятной динамики всей системы индикаторов можно утверждать, что в ближайшее время кризис на финансовом рынке Индонезии маловероятен.

### *Южная Корея*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Индекс промышленного производства.	
Золотовалютные резервы.	
Условия торговли.	
Экспорт.	
Импорт.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс потребительских цен.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	

Практически все рассматриваемые индикаторы финансовой стабильности свидетельствуют в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Южной Кореи минимальна. В стране наблюдается бурный экономический рост, при этом инфляция остается под контролем. Единственной неблагоприятной тенденцией III квартала стал лишь рост спреда между внутренней и внешней ставками процента. Однако состояние системы индикаторов свидетельствует в пользу того, что в краткосрочной перспективе финансовый кризис в Южной Корее маловероятен.

### *Малайзия*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>
Индекс промышленного производства.	Спред между внутренней и внешней ставками процента.
Реальный эффективный курс валюты.	
Золотовалютные резервы.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс потребительских цен.	
Экспорт.	
Импорт.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Индекс давления на валютный рынок.	

Из приведённой таблицы видно, что практически все рассматриваемые индикаторы финансовой стабильности свидетельствует в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Малайзии невелика. Быстрое расширение спреда между внутренней и внешней ставками процента в третьем квартале 2007 года, по всей видимости, объясняется ростом процентных ставок в стране на фоне стабилизации мирового финансового рынка в конце III квартала. В настоящее время можно утверждать, что в ближайшее время кризис на финансовом рынке Малайзии маловероятен.

### *Мексика*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
Индекс промышленного производства.	Спред между внутренней и внешней ставками

	процента.
Золотовалютные резервы.	
Текущий счет платежного баланса.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс потребительских цен.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Экспорт.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	

Большинство рассматриваемых индикаторов финансовой стабильности свидетельствует в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Мексики в ближайшее время минимальна.

В то же время неблагоприятными тенденциями III квартала стало увеличение отношения ставки по кредитам к ставке по депозитам, а также рост спреда между внутренней и внешней ставками процента. Данные тенденции отражают некоторое ужесточение условий кредитования в стране на фоне роста стоимости заимствований. Однако в условиях благоприятной динамики большинства фундаментальных факторов можно утверждать, что в ближайшее время финансовый кризис в Мексике маловероятен.

### *Таиланд*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Текущий счет платежного баланса.	
Золотовалютные резервы.	
Экспорт.	
Импорт.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Спред между внутренней и внешней ставками процента.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс потребительских цен.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	

Все рассматриваемые индикаторы финансовой стабильности свидетельствует в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе страны минимальна. ВВП страны растет, а ситуация в денежной сфере остается стабильной. Благоприятная динамика фундаментальных факторов позволяет утверждать, что в ближайшее время кризис на финансовом рынке Таиланда маловероятен.

### ЮАР

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2007 года.</b>
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Экспорт.	Импорт.
Индекс потребительских цен.	Текущий счет платежного баланса.
Золотовалютные резервы.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	

Большая часть рассматриваемых индикаторов финансовой стабильности свидетельствует о сохранении на прежнем уровне либо снижении вероятности финансовой нестабильности в ЮАР. Однако динамика спреда между внутренней и внешней ставками процента, сальдо текущего счета платежного баланса, «избыточного» предложения денег в реальном выражении, а также объема импорта соответствуют предполагаемой перед возникновением финансовой нестабильности. Несмотря состояние всей системы индикаторов-предвестников в целом позволяет говорить о невысокой вероятности финансового кризиса в стране в ближайшем будущем, отмеченные неблагоприятные тенденции необходимо отслеживать, так как при ухудшении макроэкономической ситуации они могут привести к возникновению полномасштабной финансовой нестабильности.

## Выводы

Разработанная нами методология была применена для анализа финансовой стабильности в РФ, странах СНГ, государствах Центральной и Восточной Европы, а также в ряде развивающихся стран Азии и Латинской Америки. Данный анализ позволяет говорить о том, что в ближайшее время ни в одной из рассмотренных стран кризиса, скорее всего, не произойдет. За последний квартал количество стран, в которых наблюдается увеличение выявленных негативных тенденций в экономике, увеличилось в два раза, что связано, возможно, с ростом нестабильности на мировом финансовом рынке. В прошлом квартале в число таких стран попали Казахстан и Болгария. При этом за прошедший квартал ситуация в Болгарии не улучшилась, а в Казахстане – ухудшилась. Кроме того, по результатам данного мониторинга оказалось, что при определенных обстоятельствах с проблемами в финансовом секторе могут столкнуться Индонезия и ЮАР.

### Результаты анализа финансовой стабильности

<b>Страны, в которых при ухудшении экономической конъюнктуры существующие негативные тенденции могут снизить финансовую стабильность</b>	<b>Показатели, динамика которых соответствует предполагаемой перед возникновением финансовой нестабильности</b>
Казахстан	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении. Текущий счет платежного баланса. Золотовалютные резервы. Индекс потребительских цен. Темп роста депозитов в реальном выражении. Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.
Болгария	Индекс потребительских цен. Импорт. Внутренний кредит в реальном выражении. «Избыточное» предложение денег в реальном выражении.
Индонезия	Импорт. «Избыточное» предложение денег в реальном выражении. Внутренний кредит в реальном выражении.
ЮАР	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента. Импорт. Текущий счет платежного баланса. «Избыточное» предложение денег в реальном выражении.

В частности, мы обнаружили, что предложение денег в Казахстане значительно опережало спрос на них, что привело и к росту отношения денежной массы к золотовалютным резервам при снижении последних. Кроме того, в стране наблюдалось увеличение отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса за счет роста

импорта и процентных платежей за границу, а также быстрый рост цен. Наконец, в результате роста инфляции и повышения нестабильности финансовой системы в Казахстане сократились депозиты в реальном выражении. На наш взгляд, ситуации в финансовой сфере Казахстана является достаточно серьезной, однако сохраняющиеся высокие цены на нефть могут помочь правительству страны справиться с отмеченными неблагоприятными тенденциями. Однако при ухудшении ситуации на мировых рынках Казахстан может столкнуться с полномасштабной финансовой нестабильностью.

В Болгарии стране значительно выросло инфляционное давление, быстро увеличивался внутренний кредит в реальном выражении, а также произошло увеличение импорта и «избыточного предложения денег в реальном выражении. В ЮАР было зафиксировано расширение спреда между внутренней и внешней ставками процента, увеличение импорта, «избыточного предложения денег в реальном выражении, а также быстрый рост отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса. Что касается Индонезии, то в стране также отмечался быстрый рост денежного предложения, внутреннего кредита в реальном выражении и импорта.

На наш взгляд, в настоящий момент проблемы в Болгарии, Индонезии и ЮАР не способны вызвать *серьезного* кризиса в финансовом секторе. Прежде всего, это обусловлено хорошими макроэкономическими показателями. В дальнейшем в нашем мониторинге мы будем следить за развитием ситуации.

Что касается финансового сектора России, то в IV квартале 2007 года вероятность наступления финансовой стабильности снизилась по сравнению с III кварталом: лишь два из тринадцати индикаторов подали сигнал («избыточное» предложение денег в реальном выражении и внутренний кредит в реальном выражении). В IV квартале продолжился быстрый рост внутреннего кредита вследствие возобновления притока валюты в страну и роста бюджетных расходов. Резкое расширение денежного предложения является традиционным для конца года.

Таким образом, после нестабильности на межбанковском рынке, наблюдаемой в августе – ноябре, к концу года ситуация на финансовом рынке России пришла в норму, что стало следствием как возобновления притока капитала на фоне благоприятных макроэкономических показателей, так и увеличением расходов бюджета, обеспечивших банкам необходимую им ликвидность.

Исходя из сказанного выше, мы оцениваем вероятность возникновения финансовой нестабильности в РФ в ближайшее время как невысокую, особенно при условии сохранения быстрых темпов экономического роста. Зафиксированное нами состояние системы индикаторов-предвестников соответствует значению сводного



индекса финансовой стабильности в размере 0,48 и, соответственно, вероятности наступления финансовой нестабильности в начале 2008 г. на уровне 1,22%. В то же время в случае ухудшения ситуации на мировом финансовом рынке финансовая стабильность в России может оказаться под угрозой.

## Приложение 1. Динамика индикаторов-предвестников финансовой нестабильности в РФ

### 1) Текущий счет платежного баланса РФ

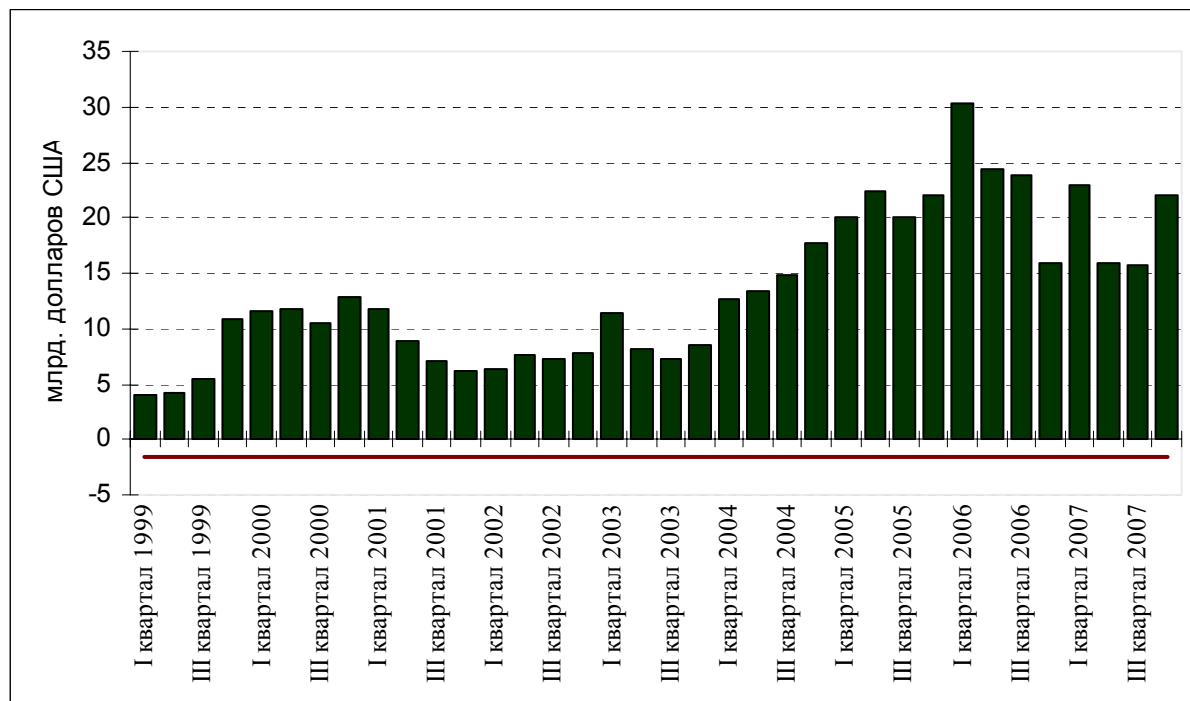


Рисунок 1. Сальдо текущего счета платежного баланса РФ в 1999 – 2007 гг. (млрд. долларов США)

### 2) Реальная ставка процента на внутреннем рынке

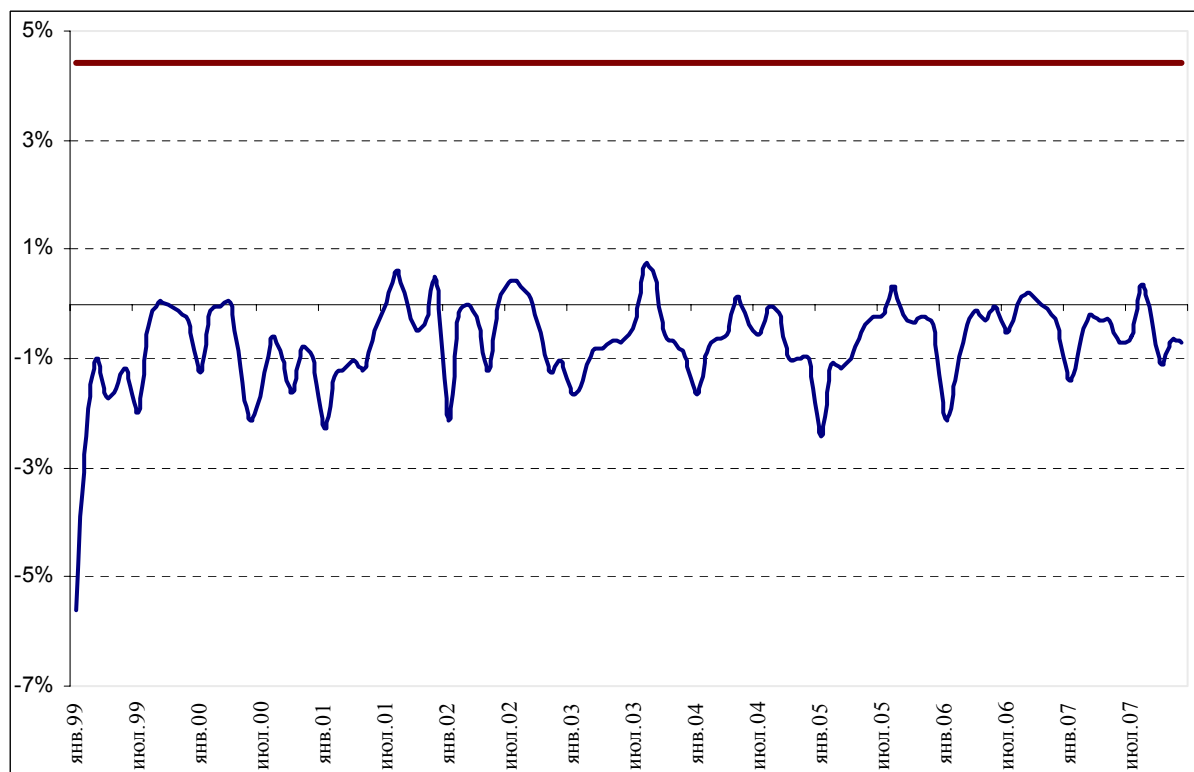


Рисунок 2. Реальная процентная ставка на рынке МБК в 1999 – 2007 гг.

3) Отношение денежной массы к золотовалютным резервам

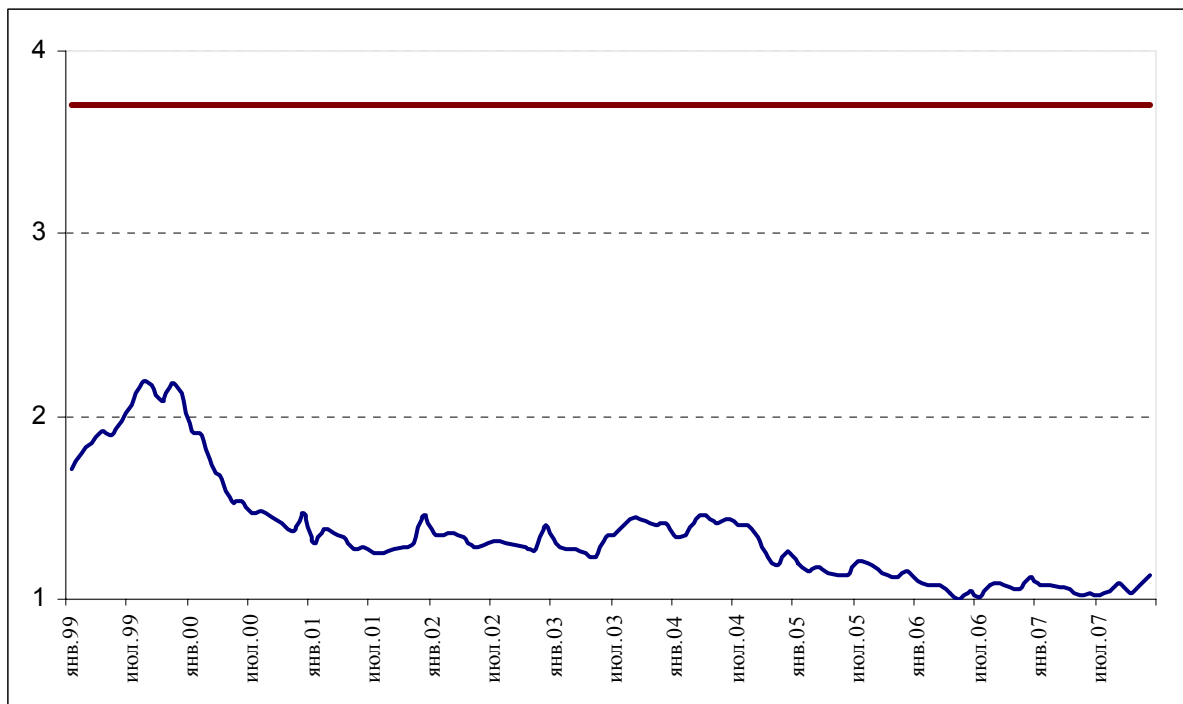


Рисунок 3. Отношение денежной массы к золотовалютным резервам в 1999 – 2007 гг.

4) Реальный эффективный курс рубля

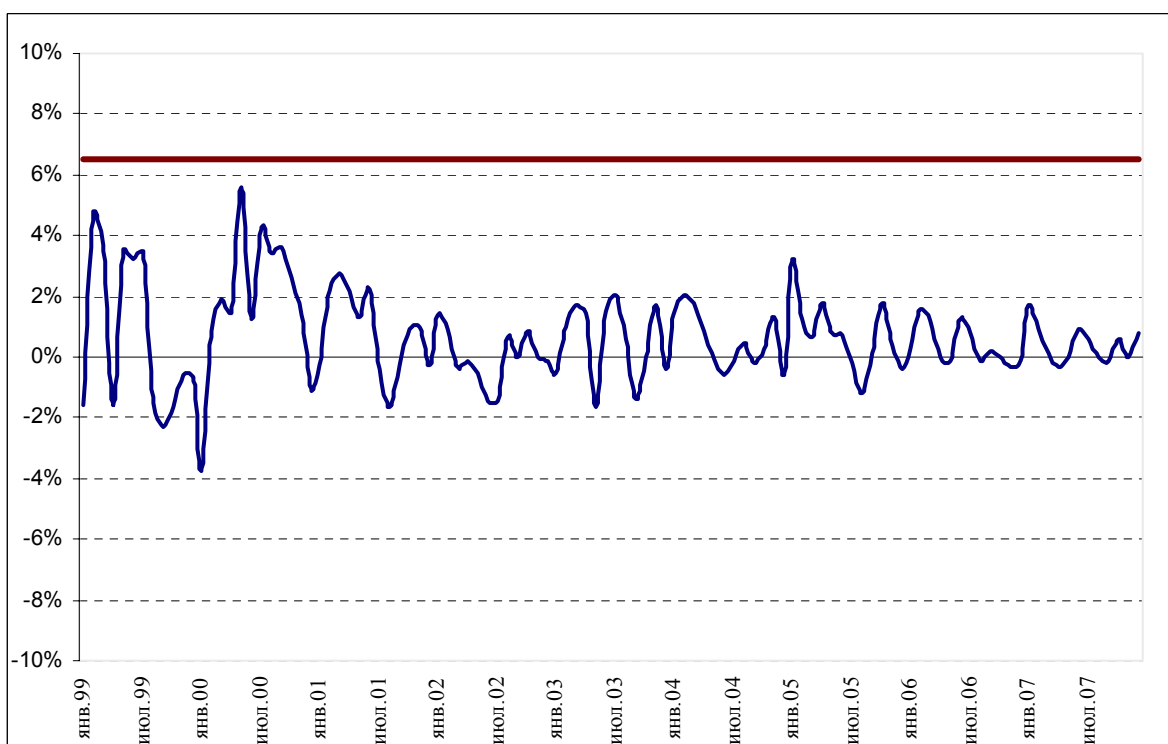


Рисунок 4. Темп прироста реального эффективного курса рубля в 1999 – 2007 гг.

5) «Избыточное» предложение денег в реальном выражении

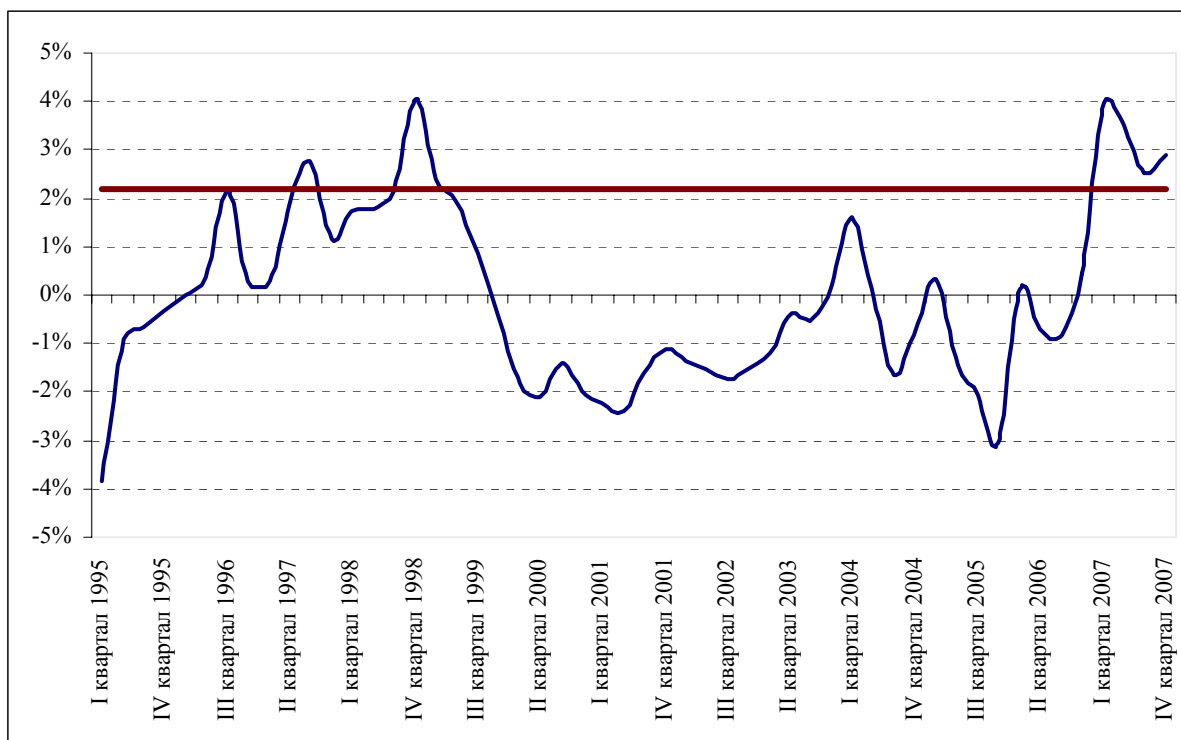


Рисунок 5. «Избыточное» предложение денег в реальном выражении в 1995 – 2007 гг. (% ВВП)

*б) Спрэд между внутренней и внешней ставкой процента*

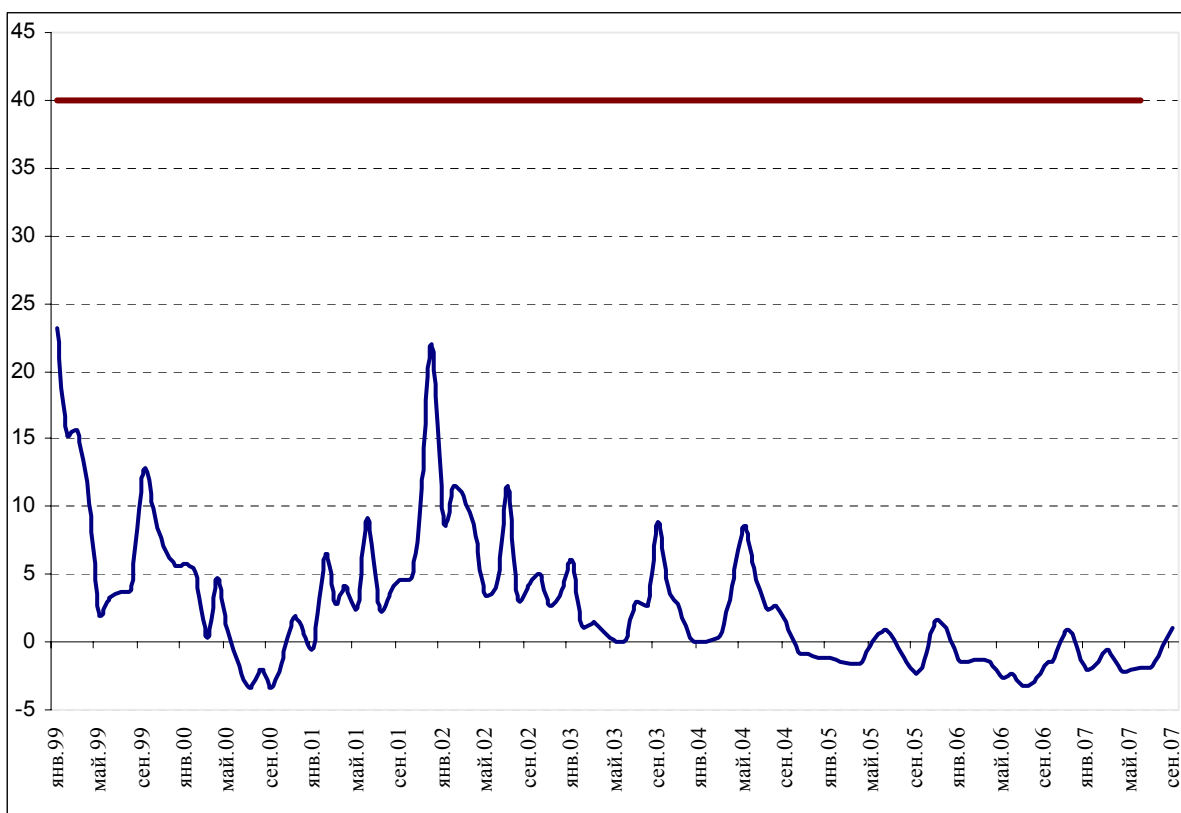


Рисунок 6. Спрэд между внутренней и внешней ставками процента в 1999 – 2007 гг. (п.п.)

7) Темп роста ВВП в реальном выражении

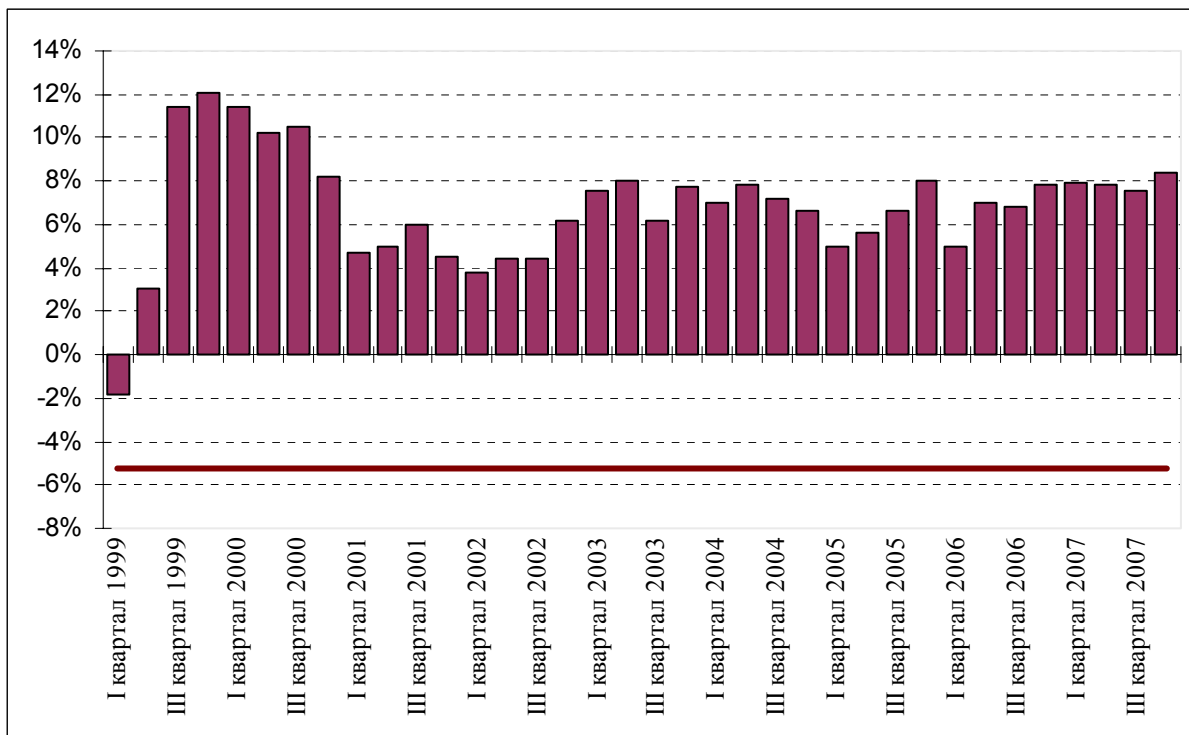


Рисунок 7. Темп прироста ВВП в реальном выражении в 1999 – 2007 гг.

8) Условия торговли

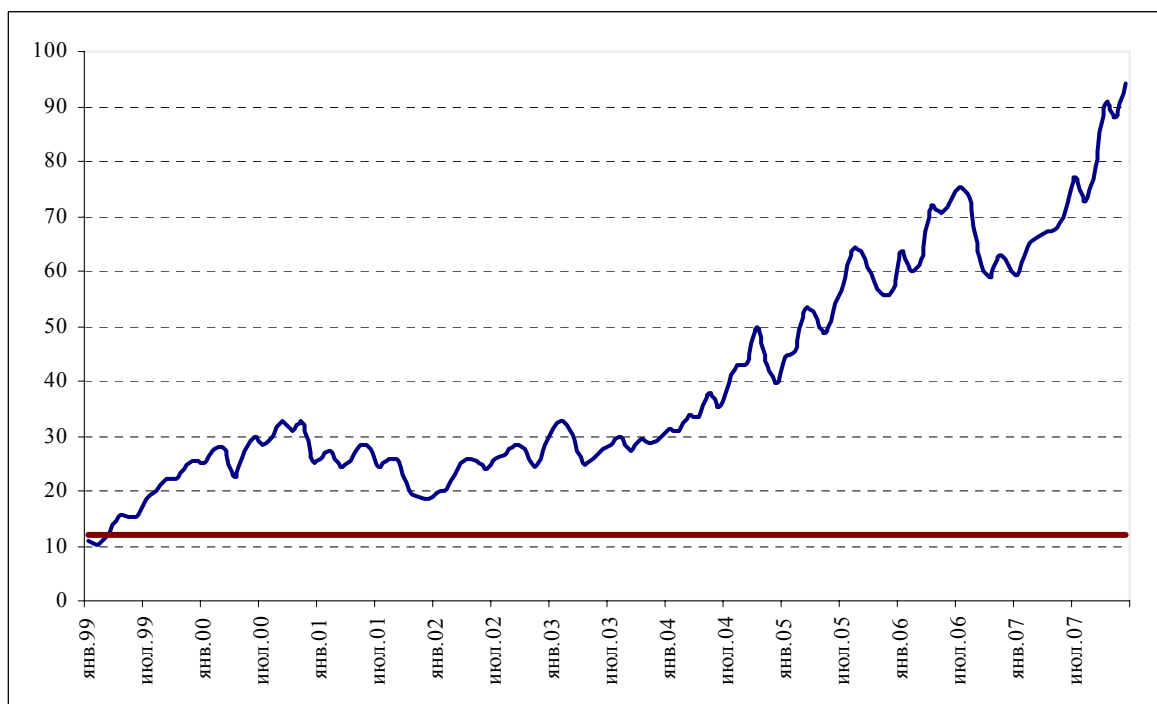


Рисунок 8. Цена на нефть марки «Брент» в 1999 – 2007 гг. (долларов США за баррель)

9) Бегство капитала из РФ

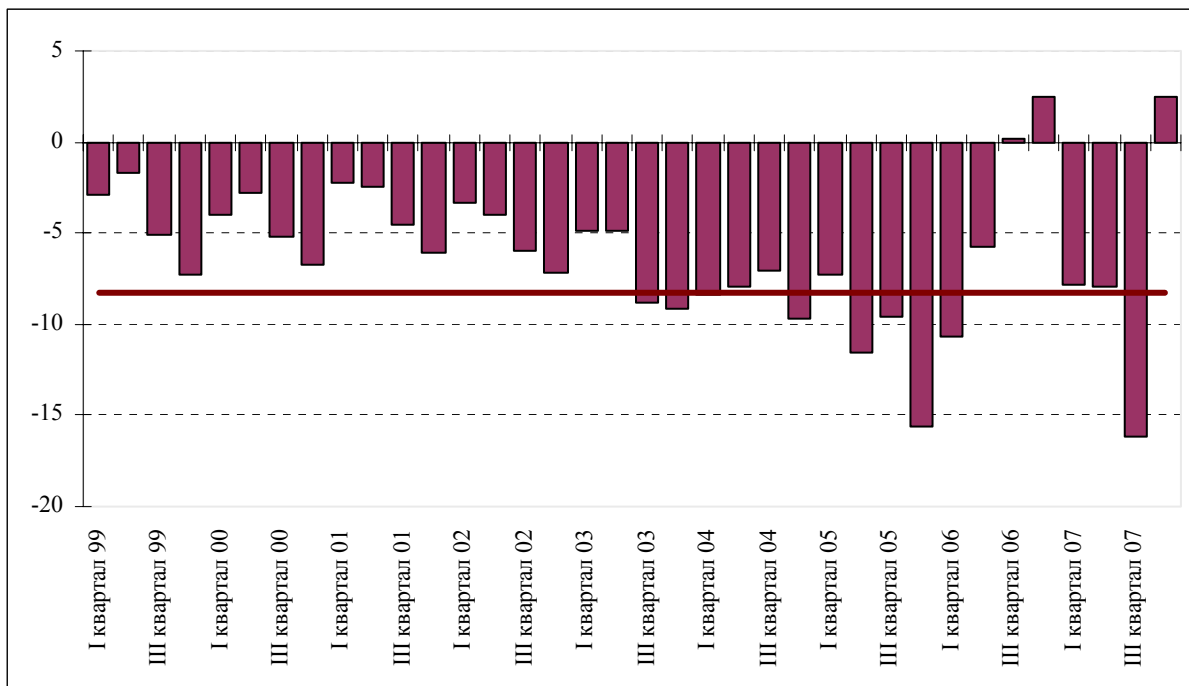


Рисунок 9. Бегство капитала из РФ в 1999 – 2007 гг. (млрд. долларов США)

10) Золотовалютные резервы

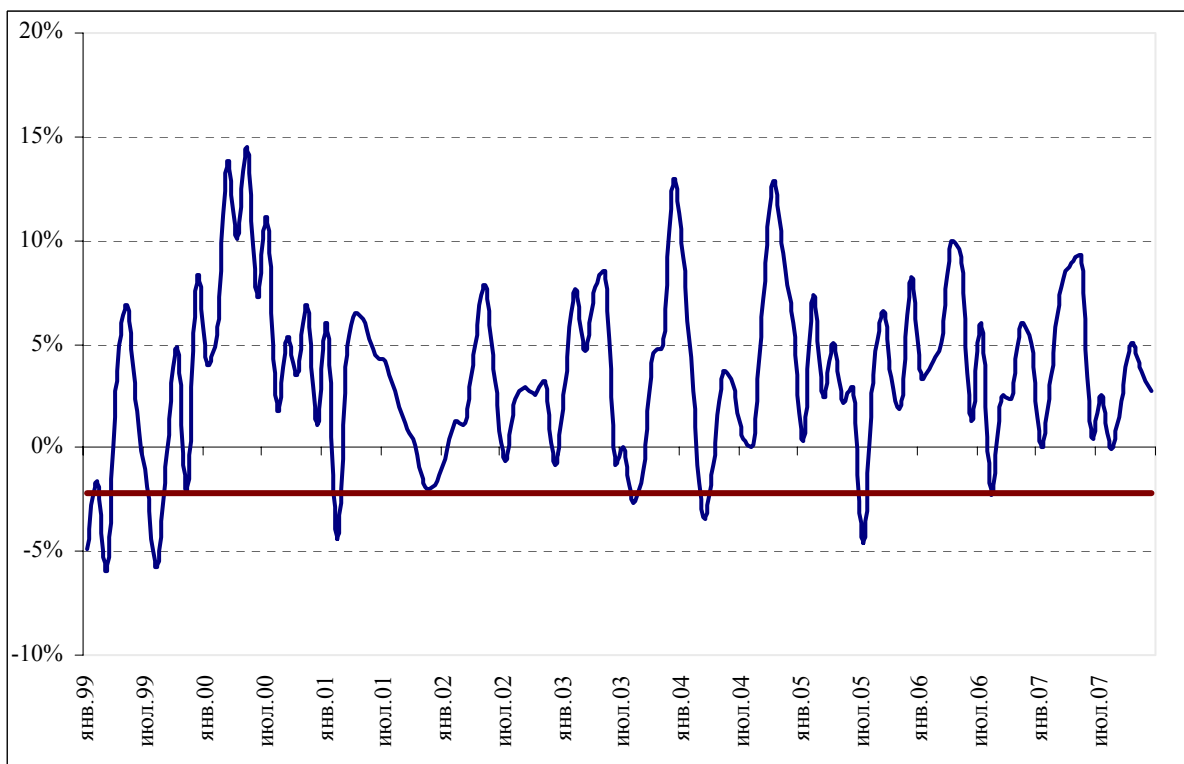


Рисунок 10. Темп прироста золотовалютных резервов РФ в 1999 – 2007 гг.

11) Экспорт

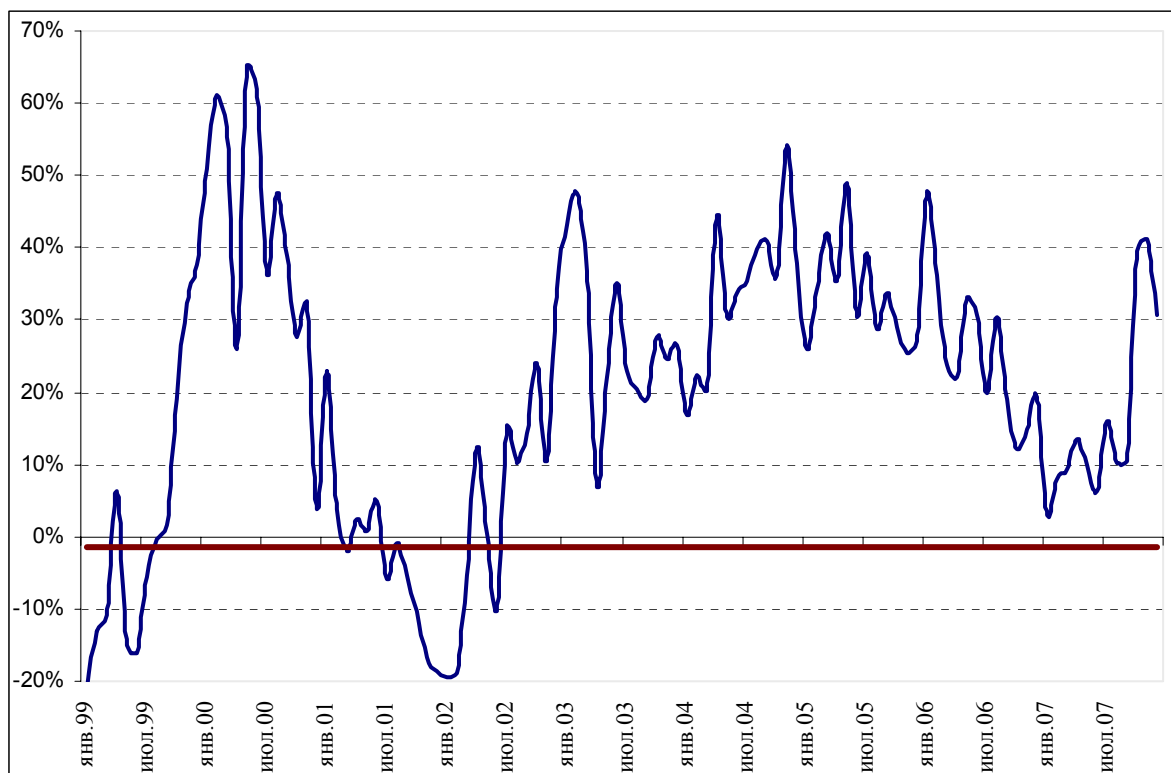


Рисунок 11. Темп прироста экспорта товаров из РФ в 1999 – 2007 гг.

12) Внутренний кредит в реальном выражении

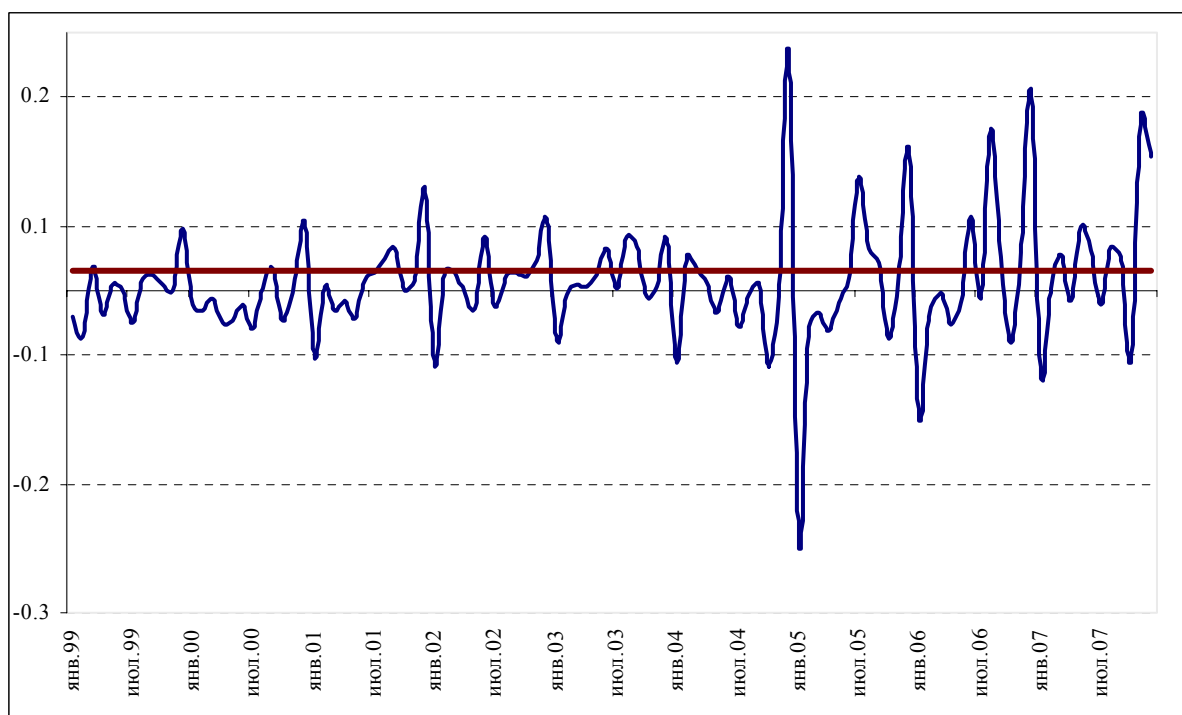


Рисунок 12. Темп прироста внутреннего кредита в реальном выражении в 1999 – 2007 гг.

13) Индекс давления на валютный рынок

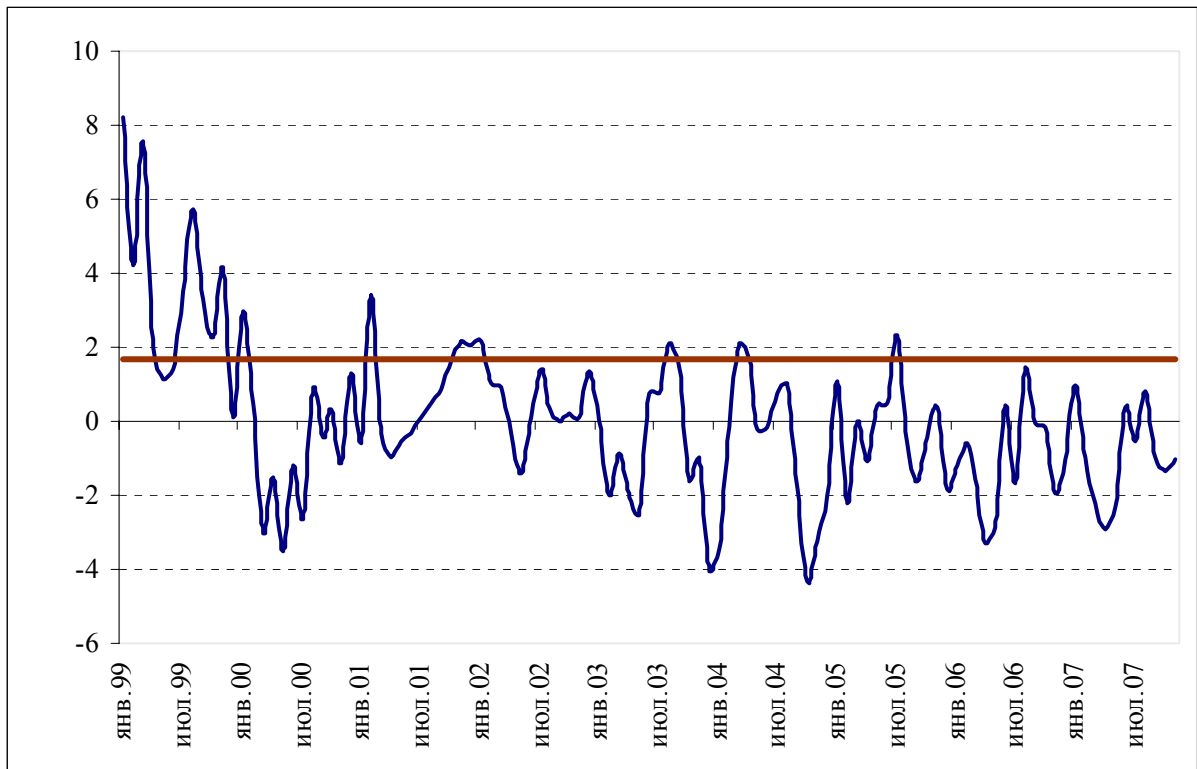


Рисунок 13. Индекс давления на валютный рынок в 1999 – 2007 гг.