

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 образом¹:

- 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.

¹ 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 неустойчивости

Индикатор	Преобразование	Периодичность	Источник
Темп роста ВВП	Тем прироста в реальном выражении к АППГ	Ежеквартально	МЭРТ России ²
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 ³ (цены на нефть марки «Брент»)	Уровень	Ежемесячно	IFS ⁴
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 ⁵	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

² Предварительная оценка.

³ 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.

⁴ База данных International Financial Statistics.

⁵ 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 ⁶	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 ⁷	% ВВП	Ежеквартально	ЦБ РФ, Росстат, расчеты ИЭПП
Индекс давления на валютный рынок ⁸	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

⁶ Рассматривается сумма депозитов до востребования, срочных, сберегательных депозитов и депозитов в иностранной валюте.

⁷ «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); Δp_t – индекс потребительских цен; t – время. Остатки ε_t интерпретируются как показатель «избыточного» кредитования экономики.

⁸ 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 III квартале 2008 – I квартале 2009 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 квартале 2008 – IV квартале 2008 гг.

Индикатор	Пороговое значение	III квартал 2008		IV квартал 2008		I квартал 2009	
		Значение индикатора	Сигнал	Значение индикатора	Сигнал	Значение индикатора	Сигнал
Сальдо текущего счета платежного баланса	– 1,5 млрд. долл.	29,5 млрд. долларов	0	8,6 млрд. долларов	0	11,1 млрд. долларов	0
Реальная процентная ставка на рынке МБК	4,4%	– 0,2%	0	0,0%	0	– 0,6%	0
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам	3,7	1,02	0	1,08	0	0,93	0
Реальный эффективный курс рубля	+ 6,5%	– 0,4%	0	– 3,8%	0	+ 3,3%	0
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	2,2% ВВП	– 0,8% ВВП	0	– 5,8% ВВП	0	0% ВВП	0
Спрэд между внутренней ставкой процента и	40 п.п.	4,06 п.п.	0	8,02 п.п.	0	8,38	0

ставкой LIBOR							
Темп роста ВВП	- 5,2%	+ 6,2%	0	+ 1,2%	0	- 9,5%	1
Условия торговли (цены на нефть марки «Брент»)	12,1 долл. за баррель	98,8 долл. за баррель	0	44,3 долл. за баррель	0	49 долл. за баррель	0
Бегство капитала	- 8,3 млрд. долл.	- 13,5 млрд. долларов	0	- 19 млрд. долларов	1	- 20,8 млрд. долларов	1
Золотовалютные резервы	- 2,2%	- 4,4%	1	- 6,3%	1	0%	0
Экспорт	- 1,4%	+ 53,7%	0	- 25,8%	1	- 41,4%	1
Внутренний кредит	1,6%	+ 1,5%	0	+ 14,4%	1	- 1,6%	0
Индекс давления на валютный рынок	1,7	3,33	1	5,5	1	- 0,4	0

Как мы и предупреждали в предыдущем выпуске мониторинга финансовой стабильности, в I квартале 2009 года финансовая система РФ столкнулась со значительными трудностями, вызванными оттоком капитала из страны, снижением курса рубля и падением экономической активности. Как и в IV квартале прошлого года, в январе пять из тринадцати индикаторов подавали сигнал – темп роста ВВП в реальном выражении, бегство капитала, золотовалютные резервы, экспорт и индекс давления на валютный рынок. Похожее состояние системы индикаторов финансовой стабильности фиксировалось лишь перед кризисом 1998 года. В то же время отметим, что к концу квартала количество индикаторов, подававших сигнал, несколько снизилось. В то же время текущее состояние системы индикаторов позволяет говорить о том, что финансовой системе страны еще предстоит испытать определенные трудности.

В начале 2009 года стало очевидно, что Россию поразил полномасштабный экономический кризис, затронувший не только финансовый сектор экономики, но и реальный. Накопленные правительством страны ресурсы позволили смягчить падение российской экономики. Однако, несмотря на некоторую весеннюю стабилизацию, наш мониторинг говорит о том, что в течение следующего полугодия возникновение новых проблем в финансовой системе РФ представляется вполне возможным. По всей видимости, такие проблемы могут быть вызваны как ухудшением мировой экономической конъюнктуры, так и внутренними проблемами, связанными, например, с ростом просроченной задолженности нефинансового сектора перед российскими банками.

Зафиксированное нами состояние системы индикаторов-предвестников соответствует вероятности увеличения масштабов финансовой нестабильности в течение ближайших одного-двух кварталов на уровне не более 40%. Данный результат

говорит о том, что в течение следующих трех – пяти месяцев 2009 года высока вероятность возникновения новых проблем в финансовом секторе РФ.

Республики бывшего СССР

Армения

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	Золотовалютные резервы.
Реальный эффективный курс.	Текущий счет платежного баланса.
Индекс потребительских цен.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Импорт.	Индекс промышленного производства.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	Экспорт.
Денежный мультипликатор.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	

В IV квартале 2008 года ситуация в экономике Армении оставалась очень напряженной. ВВП и промышленное производство страны резко сократились, в Армении уменьшились золотовалютные резервы в результате быстрого сокращения сальдо текущего счета платежного баланса, выросли процентные ставки, а также укрепилась в реальном выражении национальная валюта. Следовательно, 6 из 16 индикаторов подали сигнал о росте вероятности возникновения финансовой нестабильности. Таким образом, мировой финансовый кризис привел к обвалу экономики Армении, что не могло не вызвать серьезных проблем в финансовой системе.

Белоруссия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Золотовалютные резервы.
Индекс потребительских цен.	Текущий счет платежного баланса.
Импорт.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс давления на валютный рынок.	

Экспорт.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	

Большинство рассмотренных индикаторов-предвестников финансовой нестабильности свидетельствует о небольшой вероятности наступления финансового кризиса в ближайшем будущем. В то же время в IV квартале 2008 года ощущалось влияние мирового финансового кризиса на экономику страны: в Белоруссии снизились золотовалютные резервы, а также значительно уменьшилось сальдо текущего счета платежного баланса, что в краткосрочной перспективе будет оказывать давление на национальную валюту и может создать определенные сложности для финансовой системы страны.

Казахстан

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Внутренний кредит в реальном выражении.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Темп роста депозитов в реальном выражении.	Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.
Индекс потребительских цен.	Текущий счет платежного баланса.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	Экспорт.
Денежный мультипликатор.	Индекс давления на валютный рынок.
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	
Золотовалютные резервы.	
Импорт.	

В четвертом квартале 2008 гг. ситуация на финансовом рынке Казахстана оставалась напряженной, так как Казахстан стал одной из первых стран в СНГ, пострадавших от мирового финансового кризиса. В частности, в октябре – декабре в стране продолжали замедляться темпы роста ВВП, сократились экспорт и сальдо текущего счета платежного баланса, выросло отношение денежной массы к золотовалютным резервам, а также индекс давления на валютный рынок. В целом, значительная зависимость экономики Казахстана от внешнеэкономической конъюнктуры, скорее всего, вызовет углубление финансового кризиса в стране и окажет дополнительное негативное воздействие на финансовый сектор Казахстана.

Латвия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.

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

Большая часть анализируемых показателей свидетельствует о сохранении на прежнем уровне вероятности возникновения в Латвии финансовой нестабильности. Однако мировой финансовый кризис оказал разрушительное влияние на финансовую систему страны: в Латвии наблюдался масштабный отток депозитов из банковской системы (в реальном выражении), снизился экспорт, ВВП сокращался. В совокупности индикаторы финансовой стабильности указывают на то, что финансовый сектор страны в среднесрочном периоде будет находиться в сложной ситуации.

Литва

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Индекс промышленного производства.	Индекс давления на валютный рынок.
Индекс потребительских цен.	Темп роста депозитов в реальном выражении.
Денежный мультипликатор.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	Золотовалютные резервы.
Экспорт.	Реальная ставка процента на внутреннем рынке.
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Импорт.	Внутренний кредит в реальном выражении.
Текущий счет платежного баланса.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Литвы, свидетельствуют о том, что в финансовом секторе страны продолжали развиваться негативные тенденции. В частности, неблагоприятными тенденциями IV квартала стали расширение спреда между внутренней и внешней ставками процента, рост процентных ставок в реальном выражении, увеличение индекса давления на валютный рынок, снижение золотовалютных резервов, а также отток депозитов из банковской системы страны. Кроме того, финансовый кризис оказал негативное воздействие на

реальный сектор экономики: темпы роста ВВП значительно замедлились. Таким образом, можно предположить, что финансовый сектор Литвы ожидают серьезные трудности.

Украина

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Импорт.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Реальный эффективный курс.	Золотовалютные резервы.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	Экспорт.
Денежный мультипликатор.	Внутренний кредит в реальном выражении.
Темп роста депозитов в реальном выражении.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	Текущий счет платежного баланса.
Индекс давления на валютный рынок.	Реальная ставка процента на внутреннем рынке.
Индекс потребительских цен.	

Исходя из результатов анализа индикаторов-предвестников кризиса, можно сделать вывод о том, что вероятность наступления финансового кризиса в Украине в ближайшее время по итогам IV квартала значительно выросла. В частности, в Украине резко увеличился спрэд между внутренней и внешней ставками процента, сократились золотовалютные резервы и экспорт, а денежное предложение быстро расширилось. Кроме того, в Украине начал сокращаться ВВП в реальном выражении. По всей видимости, мировой финансовый кризис отрицательно сказался на финансовой системе Украины. В среднесрочной перспективе финансовая система страны будет оставаться под давлением.

Эстония

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Внутренний кредит в реальном выражении.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Золотовалютные резервы.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Текущий счет платежного баланса.	Реальная ставка процента на внутреннем рынке.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Импорт.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Экспорт.	
Денежный мультипликатор.	
Отношение денежной массы к золотовалютным	

резервам.	
Индекс потребительских цен.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Эстонии, говорят о том, что за IV квартал ситуация в экономике ухудшилась. Беспокойство вызывает рост спреда между внутренней и внешней ставками процента, снижение ВВП, а также рост процентных ставок. На фоне других прибалтийских стран экономика Эстонии смотрится не так плохо, однако мировой финансовый кризис, безусловно, продолжит оказывать негативное влияние и на финансовый сектор Эстонии.

Переходные экономики стран Центральной и Восточной Европы

Албания

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Денежный мультипликатор.	Индекс давления на валютный рынок.
Индекс потребительских цен.	Текущий счет платежного баланса.
Экспорт.	Темп роста депозитов в реальном выражении.
Импорт.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Спред между внутренней и внешней ставками процента.	
Золотовалютные резервы.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Албании, свидетельствуют о том, что вероятность возникновения кризиса в IV квартале оставалась высокой. Несмотря на то, что поведение большинства индикаторов-предвестников кризиса было стабильно и не демонстрировало резких изменений, которые свидетельствовали бы о приближении финансовой нестабильности, все же в четвертом квартале 2008 года вырос индекс давления на валютный рынок, а также ухудшился платежный баланс, и наблюдался отток вкладов из банковской системы страны.

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 мировой финансовый кризис продолжит оказывать негативное влияние на финансовый сектор Албании.

Болгария

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Индекс потребительских цен.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Темп роста ВВП в реальном выражении	Индекс промышленного производства.
Текущий счет платежного баланса.	Золотовалютные резервы.
Текущий счет платежного баланса.	Экспорт.
Реальный эффективный курс.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	
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.	
Импорт.	

Ситуация в финансовом секторе экономики Болгарии является сравнительно стабильной. В то же время неблагоприятными тенденциями являются значительный рост спреда между внутренней и внешней ставками процента, а также снижение промышленного производства, экспорта и золотовалютных резервов. На фоне благоприятной динамики остальных индикаторов мониторинга мы оцениваем вероятность возникновения финансовой нестабильности в Болгарии в ближайшее время как среднюю. Однако, безусловно, сложная экономическая ситуация в мире накладывает отпечаток на развитие финансового сектора Болгарии.

Венгрия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Индекс потребительских цен.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Золотовалютные резервы.	Экспорт.
Внутренний кредит в реальном выражении.	Индекс промышленного производства.
Импорт.	Индекс давления на валютный рынок.
Реальный эффективный курс.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	

Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	
Текущий счет платежного баланса.	
Денежный мультипликатор.	

По результатам анализа индикаторов-предвестников финансовой нестабильности можно сделать вывод о том, что в IV квартале 2008 года вероятность наступления финансового кризиса в Венгрии оставалась высокой. При этом отмечалось значительное ухудшение не только в финансовом секторе страны (значительное повышение индекса давления на валютный рынок), но и в реальном (замедление темпов роста ВВП и промышленного производства, снижение экспорта). Таким образом, основываясь на анализе всей системы индикаторов, мы полагаем, что вероятность развития финансовой нестабильности в Венгрии в ближайшее время является достаточно высокой.

Польша

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Индекс промышленного производства.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Индекс давления на валютный рынок.	Внутренний кредит в реальном выражении.
Импорт.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.
Текущий счет платежного баланса.	Золотовалютные резервы.
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	Экспорт.
Условия торговли.	
Реальный эффективный курс.	

По результатам анализа индикаторов-предвестников кризиса можно сделать вывод о том, что в финансовом секторе Польши наблюдаются серьезные негативные тенденции. В частности, несмотря на все еще положительные темпы роста экономики, тревогу вызывает рост спреда между внутренней и внешней ставками процента, увеличение внутреннего кредита в реальном выражении, и «избыточного» предложения денег в реальном выражении. Кроме того, в стране быстро сокращаются золотовалютные резервы и экспорт. На настоящий момент мы оцениваем вероятность финансового кризиса в Польше в ближайшее время как достаточно высокую. Кроме того, развитие мирового финансового кризиса может привести к возникновению еще более серьезных проблем.

Румыния

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Темп роста ВВП в реальном выражении	Внутренний кредит в реальном выражении.
Золотовалютные резервы.	Индекс промышленного производства.
Реальный эффективный курс.	
Текущий счет платежного баланса	
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 сравнительно невелика. В то же время динамика внутреннего кредита в реальном выражении, а также промышленного производства свидетельствует о том, что вероятность возникновения финансовой нестабильности в Румынии в среднесрочном периоде повысилась. Кроме того, учитывая серьезные проблемы в финансовом секторе большинства стран ЕС, можно предположить, что Румыния также неизбежно столкнется с проблемами в данной сфере.

Словакия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Текущий счет платежного баланса.
Импорт.	Золотовалютные резервы.
Реальный эффективный курс.	Индекс промышленного производства.
Индекс потребительских цен.	Экспорт.
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Денежный мультипликатор.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
Темп роста депозитов в реальном выражении.	Внутренний кредит 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, говорят о том, что вероятность возникновения кризиса в стране в IV квартале резко выросла.

В Словакии резко замедлились темпы роста ВВП, сократилось промышленное производство и экспорт. Кроме того, в стране наблюдалось снижение сальдо текущего счета платежного баланса, уменьшение золотовалютных резервов, рост отношения ставки по кредитам к ставке по депозитам, спреда между внутренней и внешней ставками процента, а также быстрое увеличение внутреннего кредита в реальном выражении. Таким образом, поведение индикаторов-предвестников позволяет утверждать, что мировой финансовый кризис крайне негативно сказался на экономике Словакии, что неизбежно будет вызывать финансовую нестабильность в стране в среднесрочной перспективе.

Чехия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Золотовалютные резервы.	Индекс давления на валютный рынок.
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Внутренний кредит в реальном выражении.	Индекс промышленного производства.
Денежный мультипликатор.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Реальный эффективный курс.	
Индекс потребительских цен.	
Текущий счет платежного баланса	

Индикаторы-предвестники финансовой нестабильности говорят о том, что в финансовой системе Чехии в IV квартале появились серьезные проблемы. В частности, в стране резко замедлился экономический рост и сократился объем промышленного производства. Кроме того, в Чехии был зафиксирован резкий рост спреда между внутренней и внешней ставками процента, «избыточного» предложения денег в реальном выражении и индекса давления на валютный рынок. Отмеченные тенденции указывают на то, что финансовый сектор Чехии в ближайшее время столкнется с серьезными трудностями.

Развивающиеся страны Азии, Африки и Латинской Америки

Аргентина

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности
---	--

прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Индекс давления на валютный рынок.
Золотовалютные резервы.	
Текущий счет платежного баланса.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
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.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	

Из приведенной таблицы видно, что большинство рассматриваемых индикаторов финансовой стабильности свидетельствуют в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Аргентины сравнительно невелика. В стране продолжается экономический рост при одновременном сохранении положительного сальдо текущего счета платежного баланса. Таким образом, динамика фундаментальных факторов позволяет утверждать, что если кризисные явления из-за мирового финансового кризиса в ближайшее время и возникнут, то они будут протекать в мягкой форме.

Бразилия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	Денежный мультипликатор.
Импорт.	Индекс промышленного производства.
Условия торговли.	Золотовалютные резервы.
Индекс давления на валютный рынок.	
Экспорт.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Текущий счет платежного баланса.	
Индекс потребительских цен.	

В IV квартале 2008 года ситуация на финансовом рынке Бразилии ухудшилась. Страна в значительной мере пострадала от мирового финансового кризиса, который

привел к спаду промышленного производства, росту спреда между внутренней и внешней ставками процента, реальной ставки процента на внутреннем рынке, а также увеличению «избыточного» предложения денег в реальном выражении и снижению золотовалютных резервов. На фоне развития мирового финансового кризиса данные тенденции могут свидетельствовать в пользу дальнейшего развития финансовой нестабильности в Бразилии в краткосрочной перспективе.

Индонезия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Индекс давления на валютный рынок.
Индекс потребительских цен.	
Текущий счет платежного баланса.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	
Экспорт.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Импорт.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Золотовалютные резервы.	
Спред между внутренней и внешней ставками процента.	

Большинство рассматриваемых индикаторов финансовой стабильности свидетельствует в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Индонезии за IV квартал не увеличилась. Единственной неблагоприятной тенденцией стал рост индекса давления на валютный рынок. Конечно, мировой финансовый кризис будет оказывать негативное влияние на экономику Индонезии, однако в среднесрочной перспективе значительное ухудшение ситуации на финансовом рынке представляется маловероятным.

Южная Корея

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Текущий счет платежного баланса.	Индекс давления на валютный рынок.
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	Золотовалютные резервы.
Спред между внутренней и внешней ставками процента.	Темп роста ВВП в реальном выражении.

Условия торговли.	Индекс промышленного производства.
Экспорт.	
Импорт.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс потребительских цен.	

Большинство рассматриваемых индикаторов финансовой стабильности свидетельствуют в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Южной Кореи в IV квартале не выросла. Неблагоприятными тенденциями IV квартала для Южной Кореи стали снижение ВВП в реальном выражении, падение промышленного производства, рост индекса давления на валютный рынок, а также сокращение золотовалютных резервов. В случае дальнейшего развития мирового финансового кризиса финансовый сектор страны может столкнуться с серьезными проблемами из-за сжатия внешнего спроса.

Малайзия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Индекс давления на валютный рынок.	Золотовалютные резервы.
Реальный эффективный курс.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Индекс потребительских цен.	Индекс промышленного производства.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	Реальная ставка процента на внутреннем рынке.
Денежный мультипликатор.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.
Экспорт.	Внутренний кредит в реальном выражении.
Импорт.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	

Из приведенной таблицы видно, что в IV квартале вероятность возникновения финансовой нестабильности в Малайзии резко выросла. Причем негативные тенденции наблюдались, как в реальном секторе, так и в финансовом. Ухудшение экономической ситуации в мире вызвало сжатие внешнего спроса, удорожание ресурсов, падение производства. В целом, можно утверждать, что в среднесрочном периоде Малайзия неизбежно столкнется с серьезными экономическими проблемами.

Мексика

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Импорт.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Индекс промышленного производства.	Текущий счет платежного баланса.
Золотовалютные резервы.	Индекс давления на валютный рынок.
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Денежный мультипликатор.	Экспорт.
Темп роста депозитов в реальном выражении.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
Внутренний кредит в реальном выражении.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении
Индекс потребительских цен.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	

Вероятность кризиса в финансовой системе Мексики в течение четвертого квартала продолжила расти. Ухудшение ситуации в экономике США сильно сказалось на платежном балансе Мексики, текущий счет которого значительно сократился. Кроме того, в стране увеличился индекс давления на валютный рынок, а также спрэд между внутренней и внешней ставками процента, ухудшилась ситуация в реальном секторе. Данные тенденции отражают влияние мирового финансового кризиса. При этом в случае углубления кризиса финансовый рынок Мексики может столкнуться с более серьезными проблемами.

Таиланд

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Текущий счет платежного баланса.	Экспорт.
Индекс потребительских цен.	Реальная ставка процента на внутреннем рынке.
Золотовалютные резервы.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Импорт.	Внутренний кредит в реальном выражении.
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Денежный мультипликатор.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
Индекс давления на валютный рынок.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	

В IV квартале состояние финансового сектора Таиланда значительно ухудшилось: резко снизились золотовалютные резервы, ВВП в реальном выражении и экспорт сократились, а спрэд между внутренней и внешней ставками процента, реальная ставка процента на внутреннем рынке и внутренний кредит в реальном выражении, напротив, выросли. Таким образом, мировой финансовый

кризис вместе с внутривалютными проблемами оказали значительное отрицательное влияние на финансовый сектор страны, которое может еще более усилиться по мере ухудшения кризиса.

ЮАР

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2008 года.
Экспорт.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении
Денежный мультипликатор.	Золотовалютные резервы.
Внутренний кредит в реальном выражении.	Импорт.
Темп роста депозитов в реальном выражении.	Реальная ставка процента на внутреннем рынке.
Индекс потребительских цен.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
	Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.
	Индекс давления на валютный рынок.

Как показывает проведенный нами анализ, ситуация в финансовом секторе ЮАР в IV квартале 2008 года продолжала ухудшаться. При этом падение показателей наблюдалось как в реальном, так и в финансовом секторах экономики. Такая ситуация в ЮАР сложилась под влиянием мирового финансового кризиса, а также вследствие внутренних проблем в стране. На наш взгляд, в ближайшее время страна может столкнуться с масштабными финансовыми проблемами.

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. Анализ, проведенный по итогам IV квартала, показал, что в большинстве рассмотренных стран ситуация в финансовом секторе ухудшилась по сравнению с предыдущим кварталом. Основными причинами такого развития событий стал мировой финансовый кризис, приведший к масштабному оттоку капитала из развивающихся стран, а также к снижению спроса на основные товары их экспорта.

При этом развитие финансового кризиса в IV квартале протекало во всех странах с разной степенью интенсивности. Лучше всего в сложившейся ситуации себя чувствовали Белоруссия, Румыния, Аргентина и Индонезия. Очевидно, что финансовые системы этих стран также пострадали от проблем в мировой экономике, однако сравнительно быстро адаптировались к кризисным условиям. Что касается стран, в наибольшей степени пострадавших от финансовой турбулентности, то к числу таких стран можно отнести ЮАР, Литву, Украину, Словакию, Малайзию и Мексику. При этом наиболее тяжелая ситуация была зафиксирована в ЮАР.

Отметим, что некоторые из стран, экономики которых сравнительно неплохо чувствовали себя в предыдущем квартале, по результатам данного мониторинга оказались в числе отстающих (например, Малайзия). Данная тенденция отражает быстрое изменение экономических условий в кризисной ситуации и создает дополнительную неопределенность при проведении анализа. В целом, можно говорить о том, что результаты мониторинга свидетельствуют о продолжении финансового кризиса и о возможности дальнейшего его развития в течение следующих одного-двух кварталов.

Что касается финансового сектора России, то в I квартале 2009 года стало очевидно, что Россию поразил полномасштабный экономический кризис, затронувший не только финансовый сектор экономики, но и реальный. Накопленные правительством страны ресурсы позволили смягчить падение российской экономики. Однако, несмотря на некоторую весеннюю стабилизацию, наш мониторинг говорит о том, что в течение следующего полугодия возникновение новых проблем в финансовой системе РФ представляется вполне возможным. По всей видимости, такие проблемы могут быть вызваны как ухудшением мировой экономической конъюнктуры, так и внутренними

проблемами, связанными, например, с ростом просроченной задолженности нефинансового сектора перед российскими банками.

Зафиксированное нами состояние системы индикаторов-предвестников соответствует вероятности увеличения масштабов финансовой нестабильности в течение ближайших одного-двух кварталов на уровне не более 40%. Данный результат говорит о том, что в течение следующих трех – пяти месяцев 2009 года высока вероятность возникновения новых проблем в финансовом секторе РФ.

Приложение 1. Динамика индикаторов-предвестников финансовой нестабильности в РФ

1) Текущий счет платежного баланса РФ

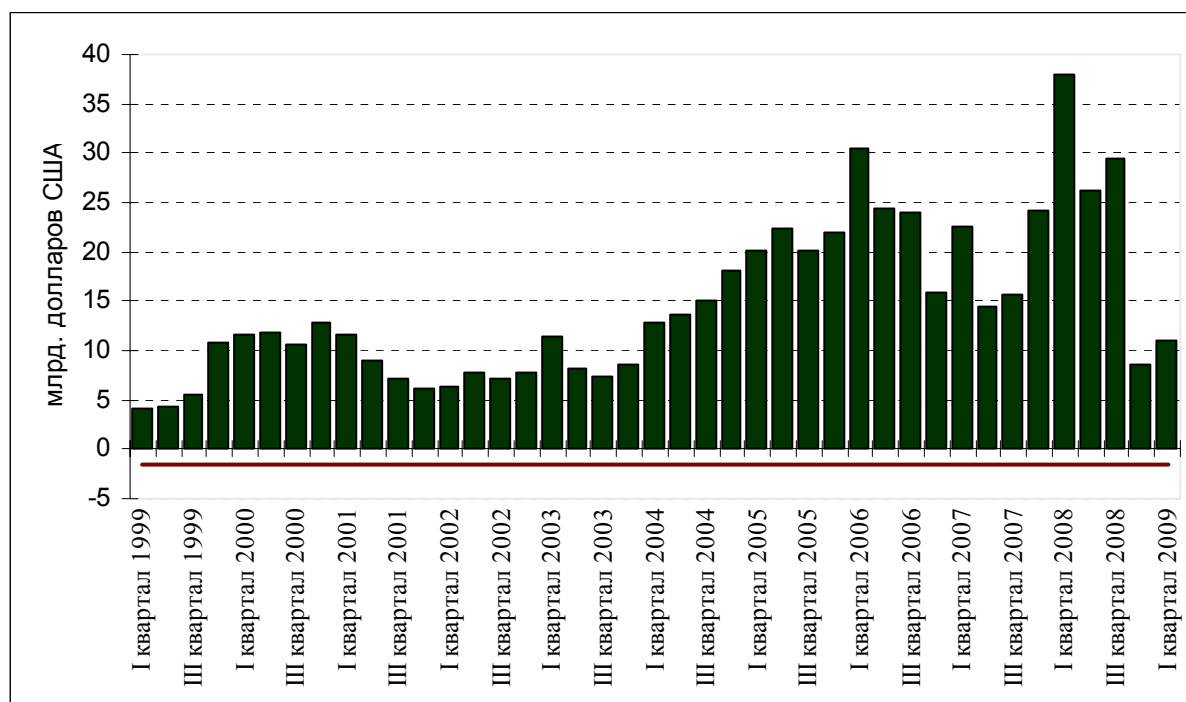


Рисунок 1. Сальдо текущего счета платежного баланса РФ в 1999 – 2009 гг. (млрд. долларов США)

2) Реальная ставка процента на внутреннем рынке

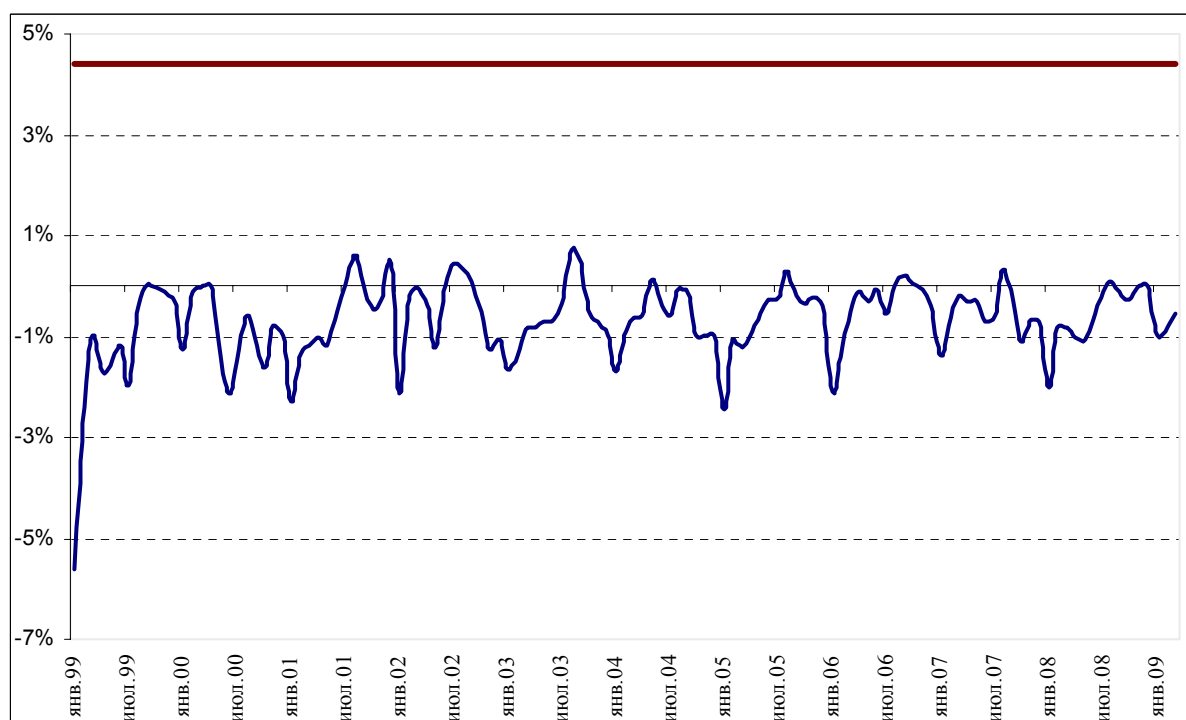


Рисунок 2. Реальная процентная ставка на рынке МБК в 1999 – 2009 гг.

3) Отношение денежной массы к золотовалютным резервам

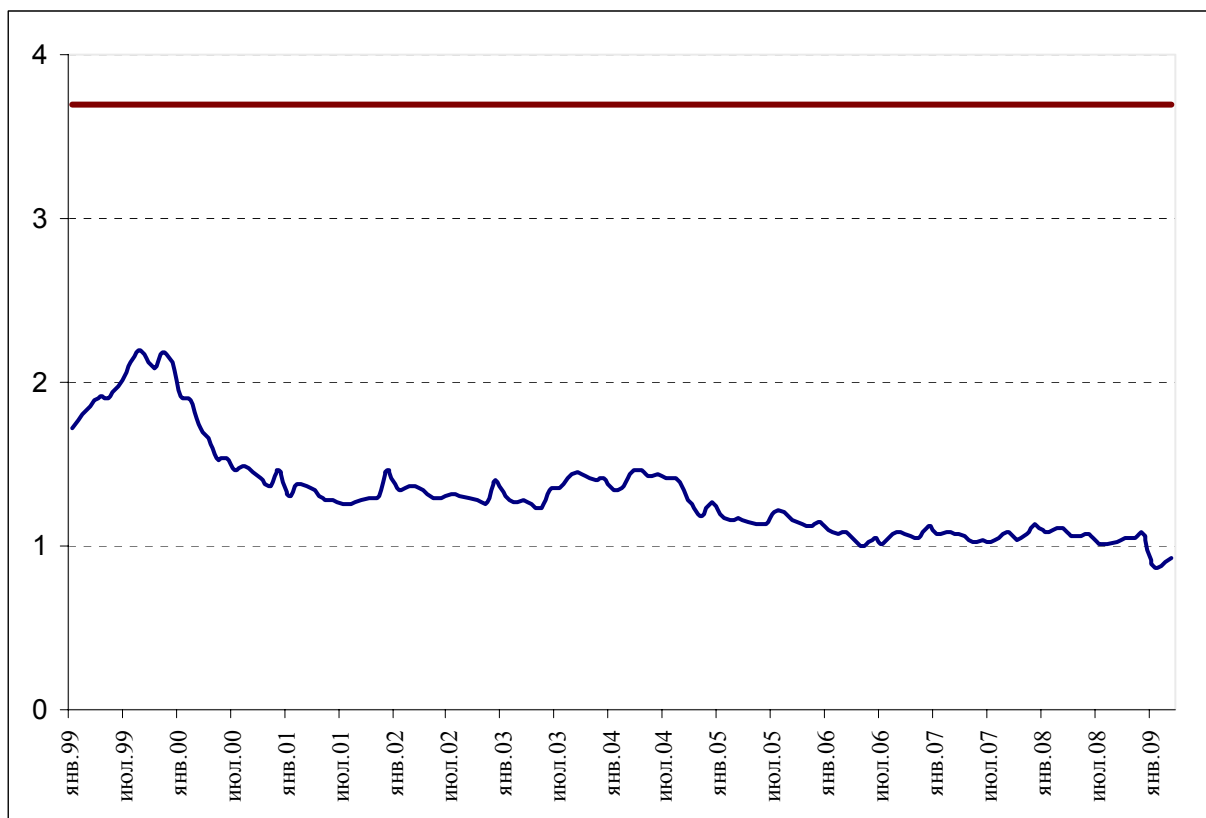


Рисунок 3. Отношение денежной массы к золотовалютным резервам в 1999 – 2009 гг.

4) Реальный эффективный курс рубля

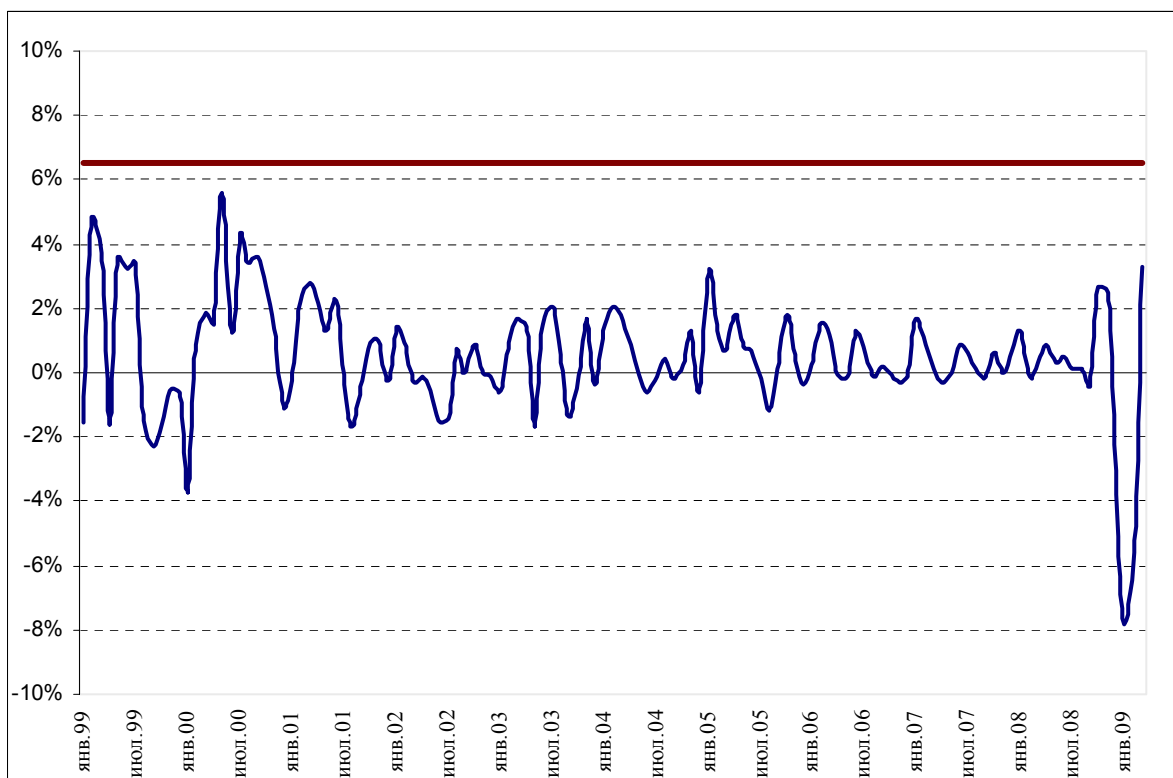


Рисунок 4. Темп прироста реального эффективного курса рубля в 1999 – 2009 гг.

5) «Избыточное» предложение денег в реальном выражении

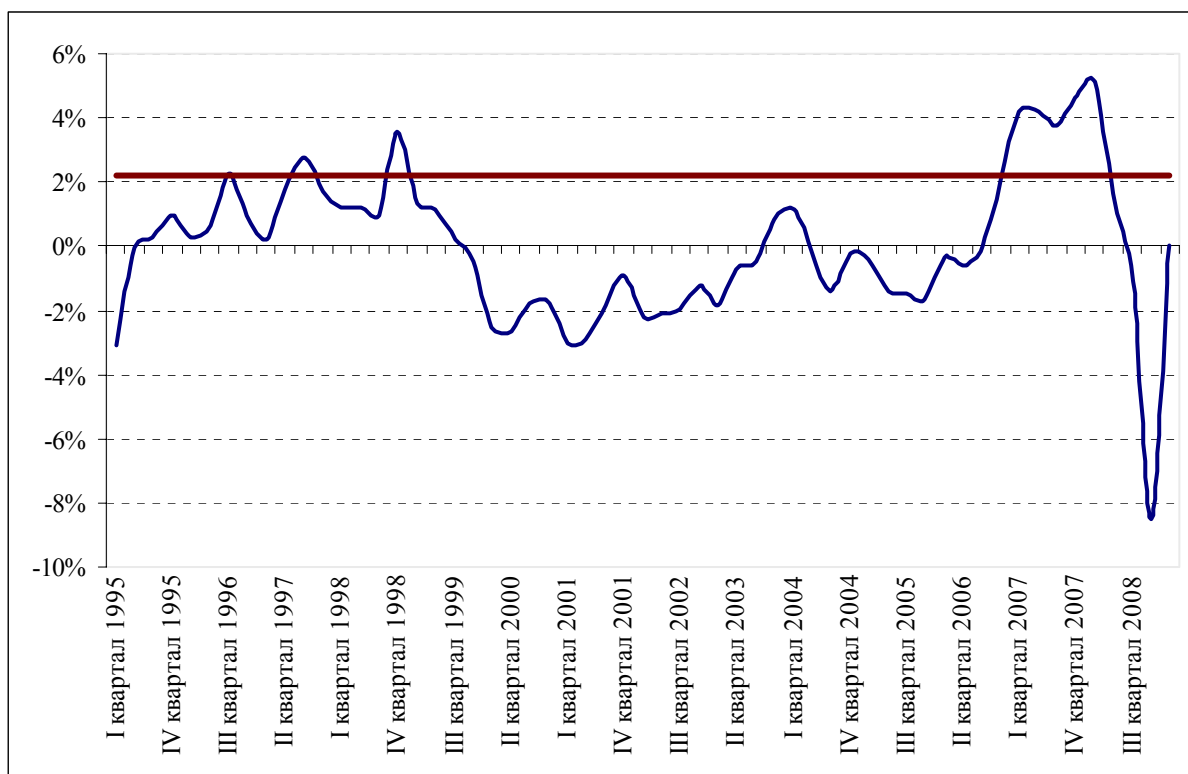


Рисунок 5. «Избыточное» предложение денег в реальном выражении в 1995 – 2009 гг. (% ВВП)

б) Спрэд между внутренней и внешней ставкой процента

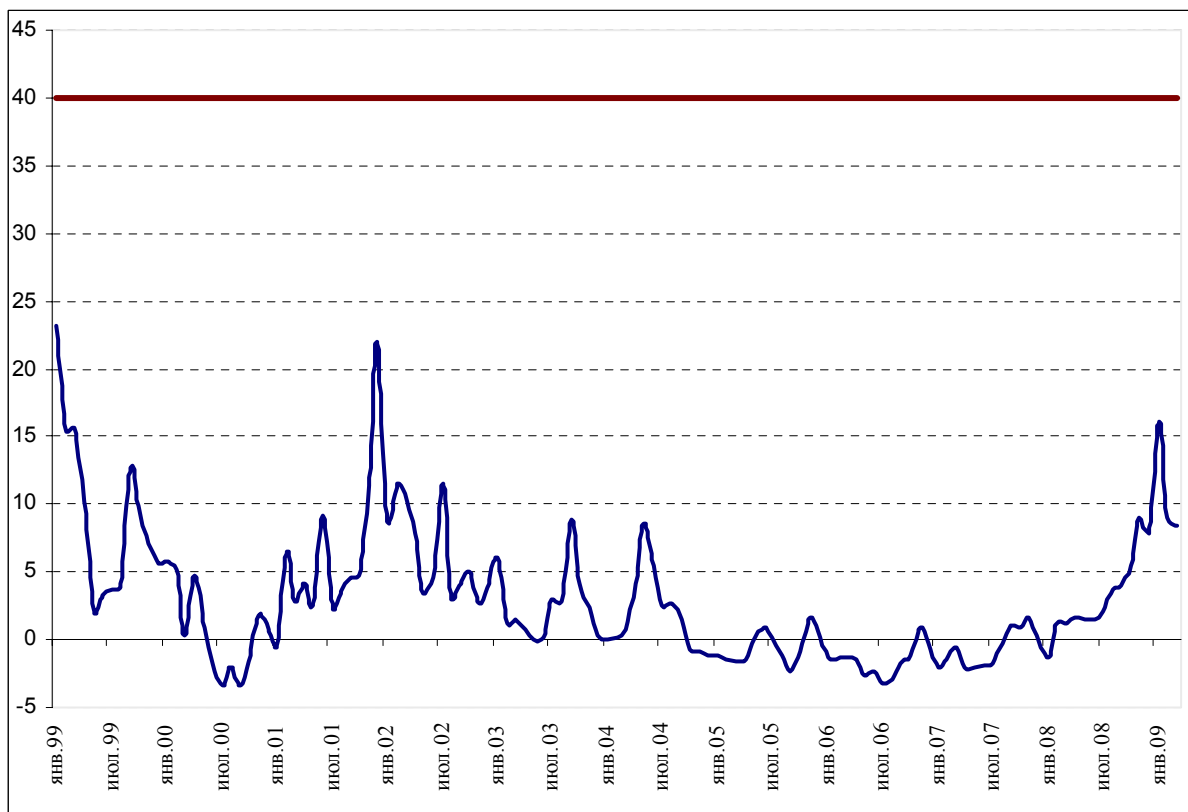


Рисунок 6. Спрэд между внутренней и внешней ставками процента в 1999 – 2009 гг. (п.п.)

7) Темп роста ВВП в реальном выражении

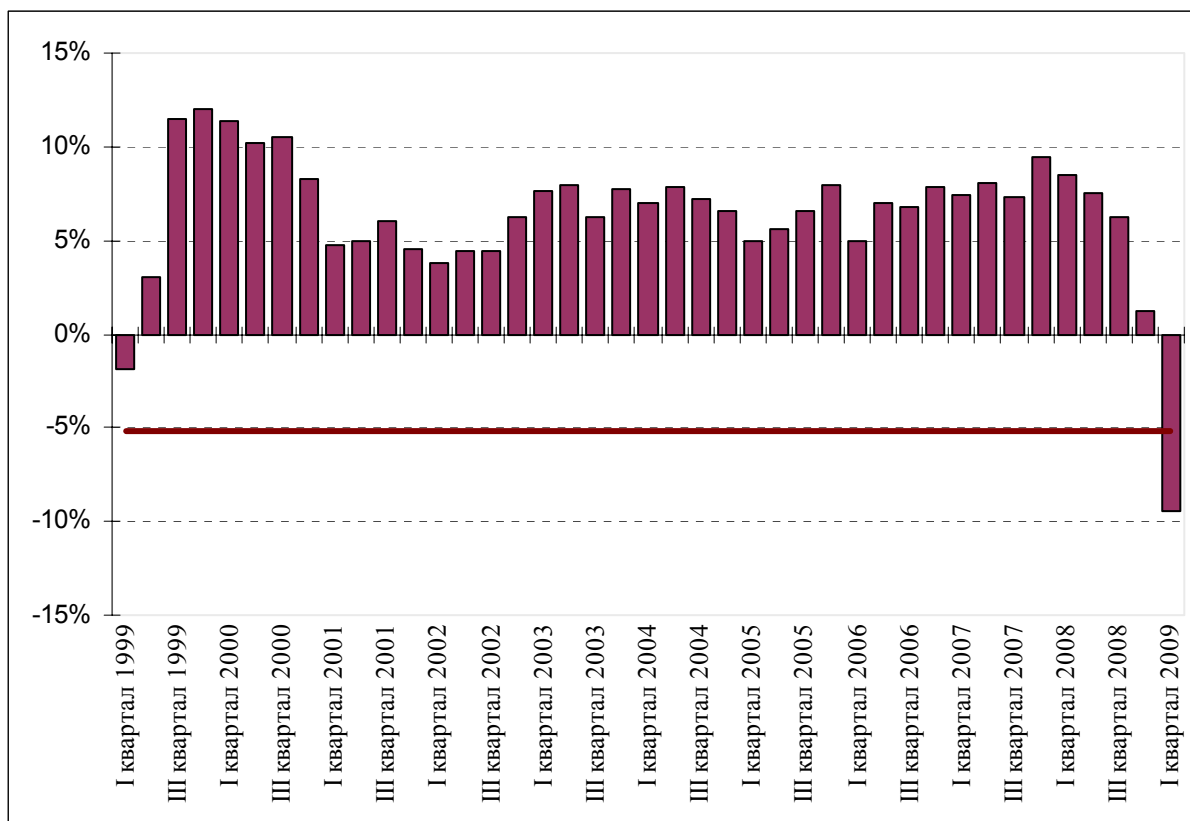


Рисунок 7. Темп прироста ВВП в реальном выражении в 1999 – 2009 гг.

8) Условия торговли

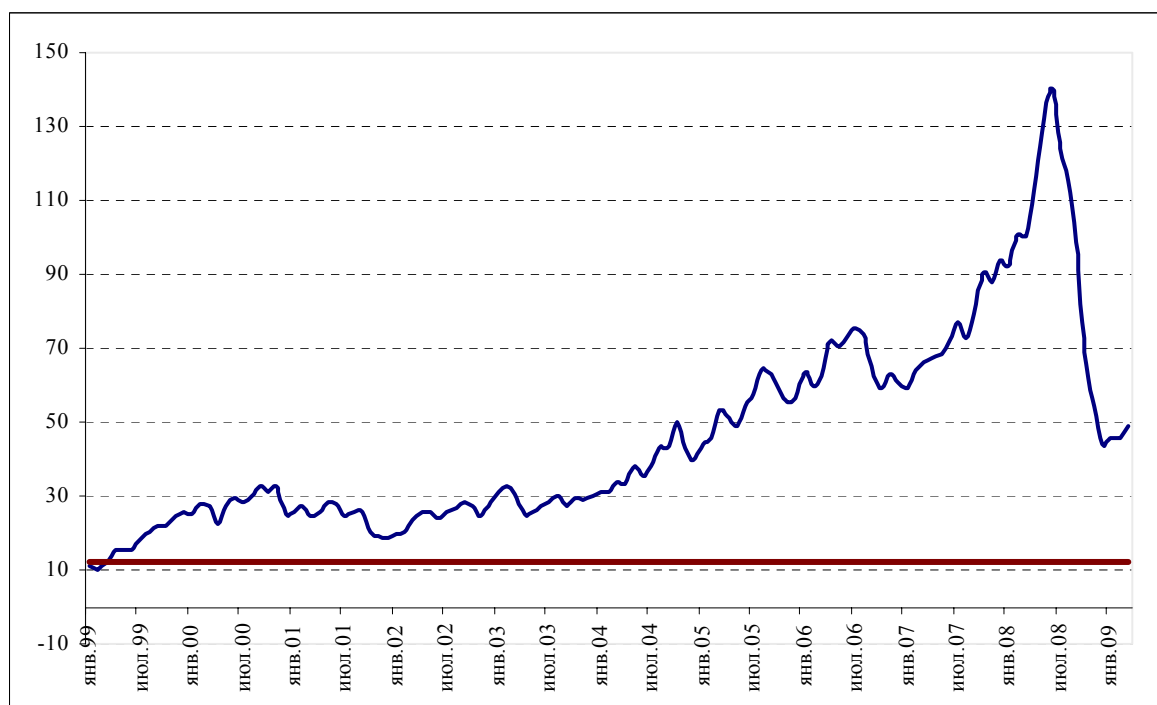


Рисунок 8. Цена на нефть марки «Брент» в 1999 – 2009 гг. (долларов США за баррель)

9) Бегство капитала из РФ

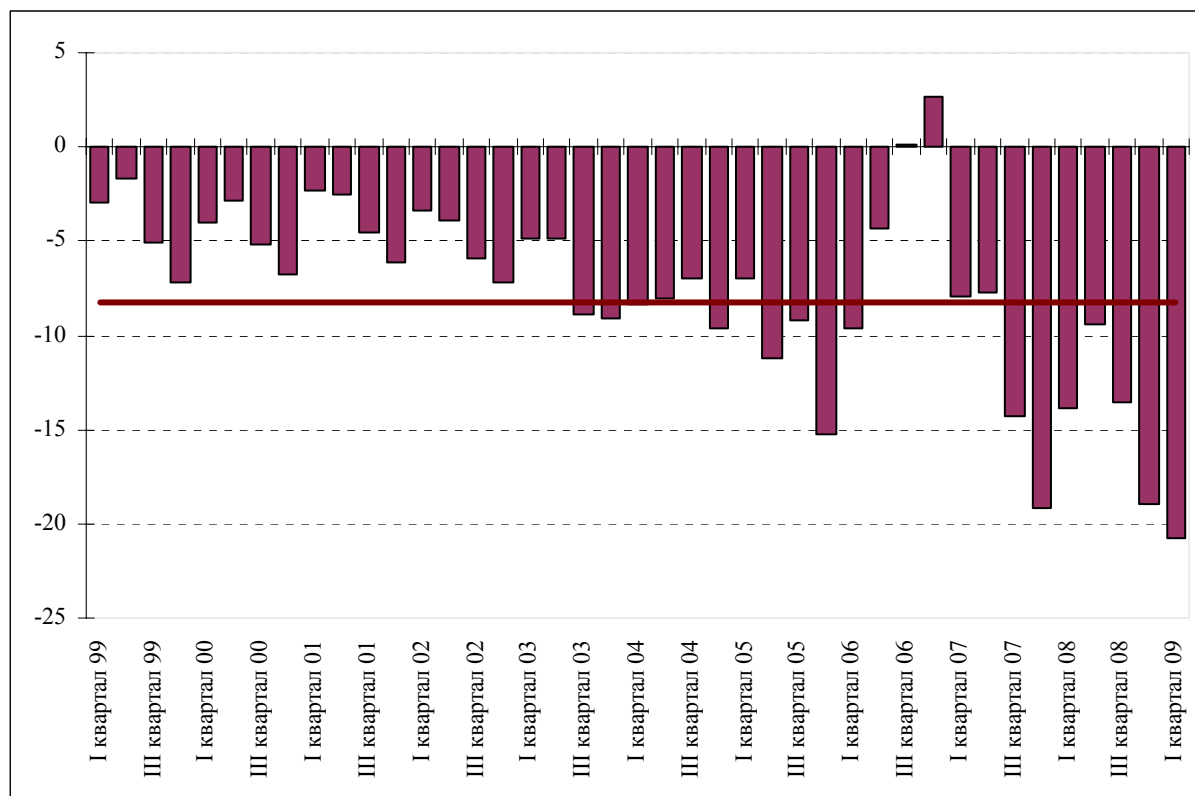


Рисунок 9. Бегство капитала из РФ в 1999 – 2009 гг. (млрд. долларов США)

10) Золотовалютные резервы

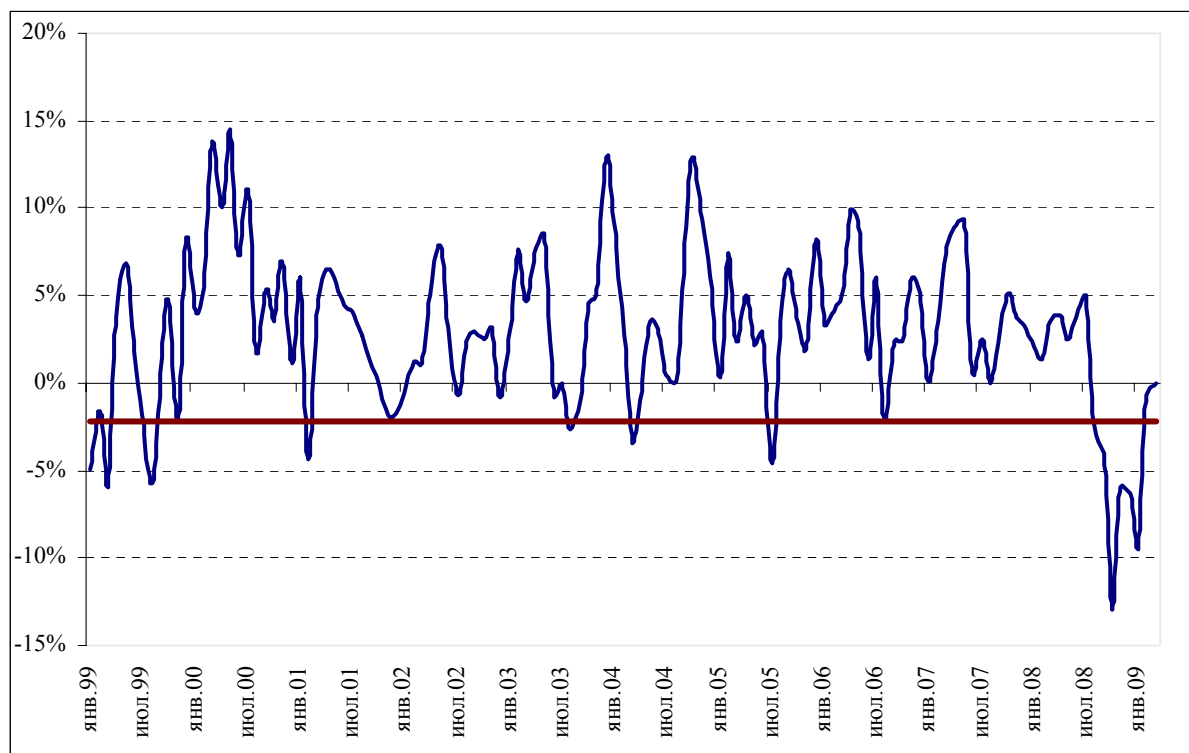


Рисунок 10. Темп прироста золотовалютных резервов РФ в 1999 – 2009 гг.

11) Экспорт

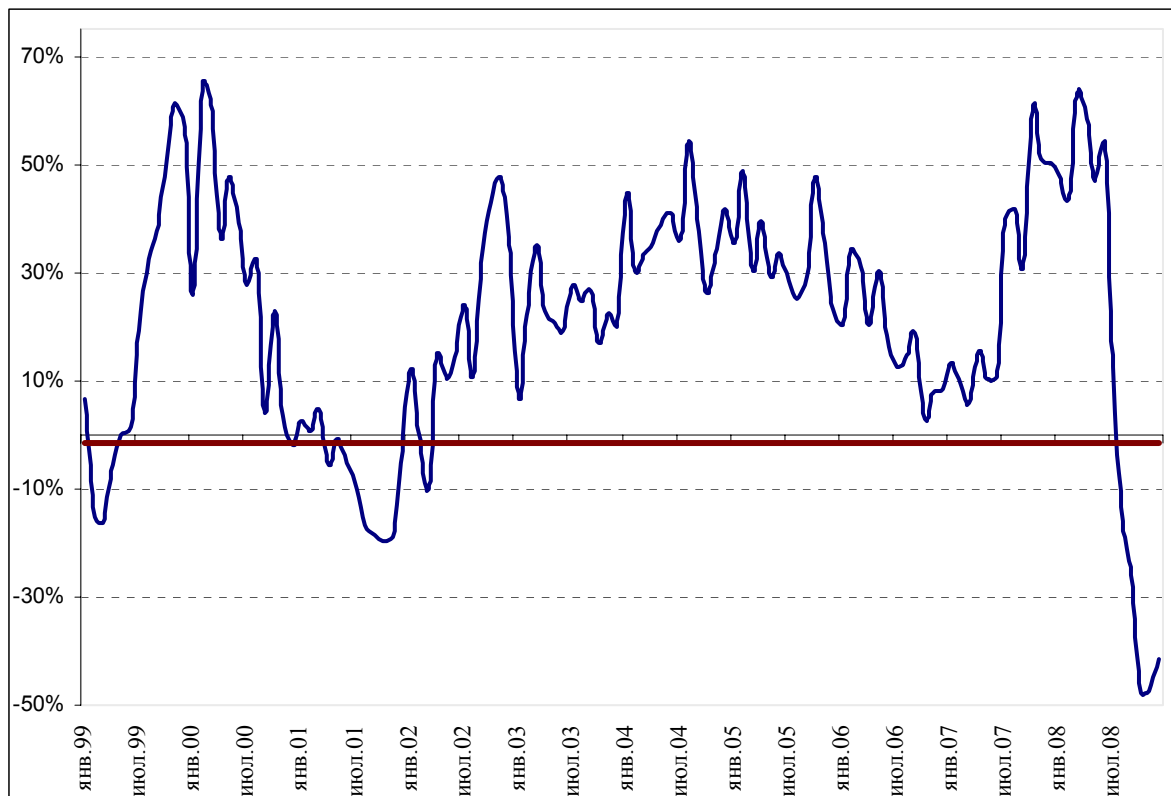


Рисунок 11. Темп прироста экспорта товаров из РФ в 1999 – 2009 гг.

12) Внутренний кредит в реальном выражении

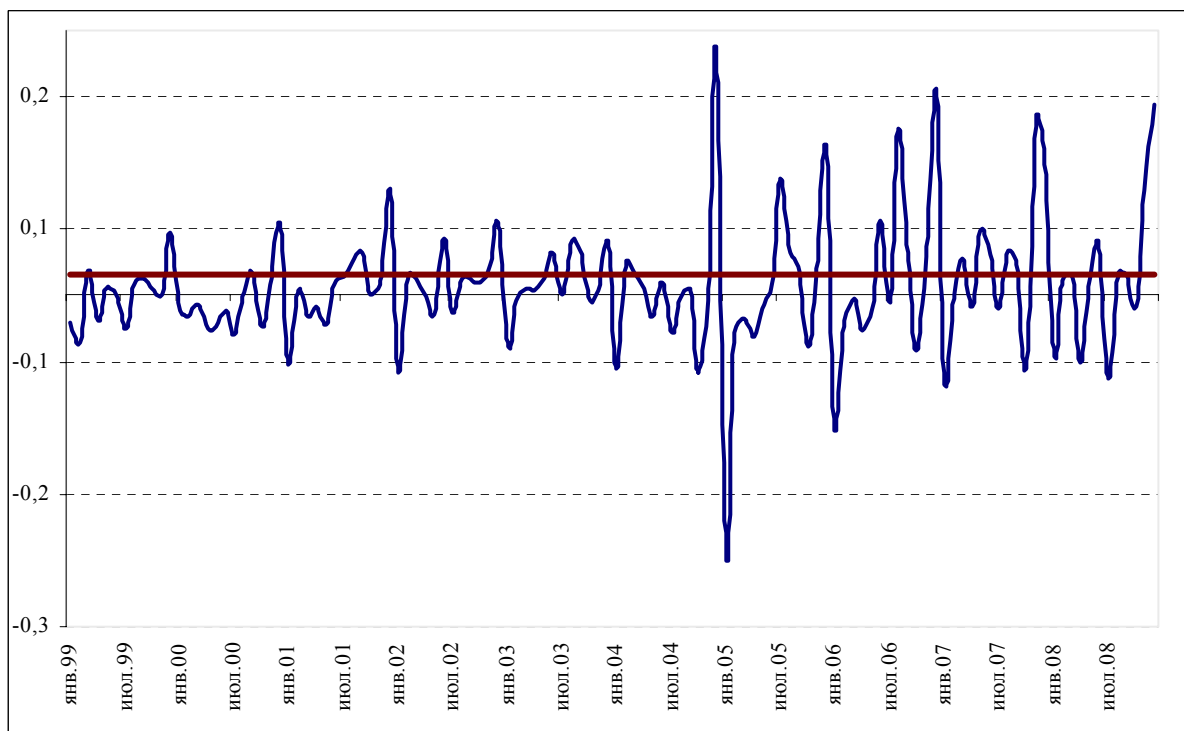


Рисунок 12. Темп прироста внутреннего кредита в реальном выражении в 1999 – 2009 гг.

13) Индекс давления на валютный рынок

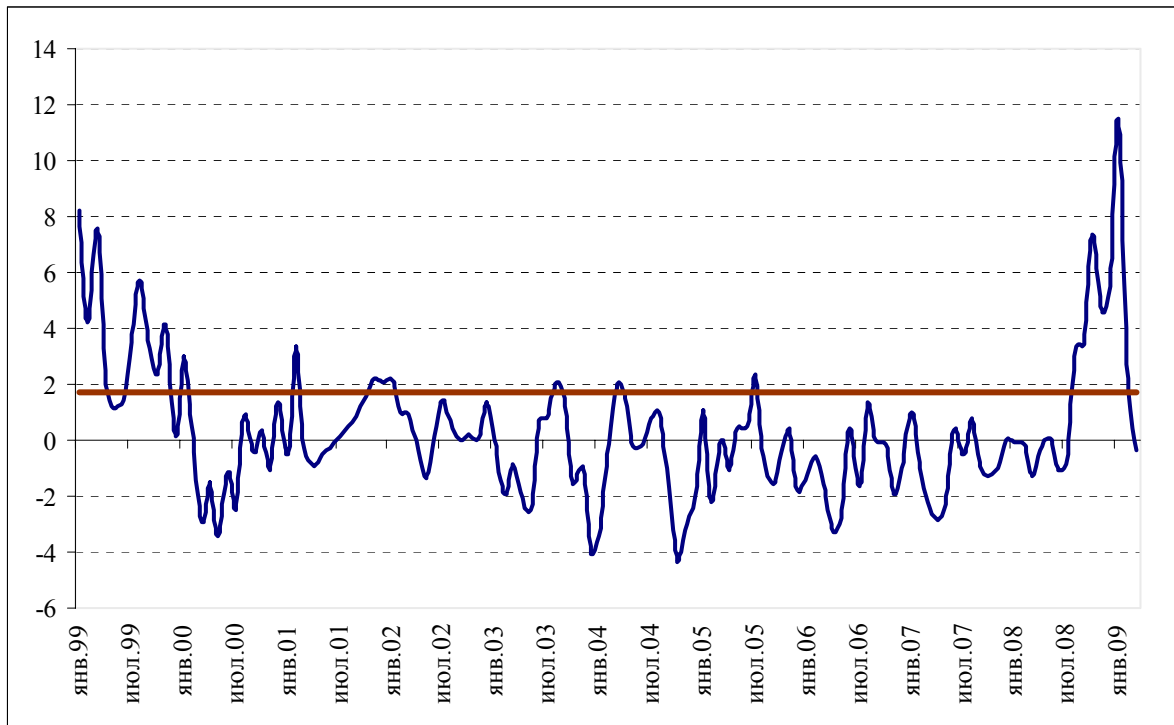


Рисунок 13. Индекс давления на валютный рынок в 1999 – 2009 гг.