

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, ВВА). 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

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, \mathcal{L} ;
- 2) темп прироста золотовалютных резервов (с обратным знаком), \mathcal{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:

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

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

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

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 во II – IV кварталах 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.

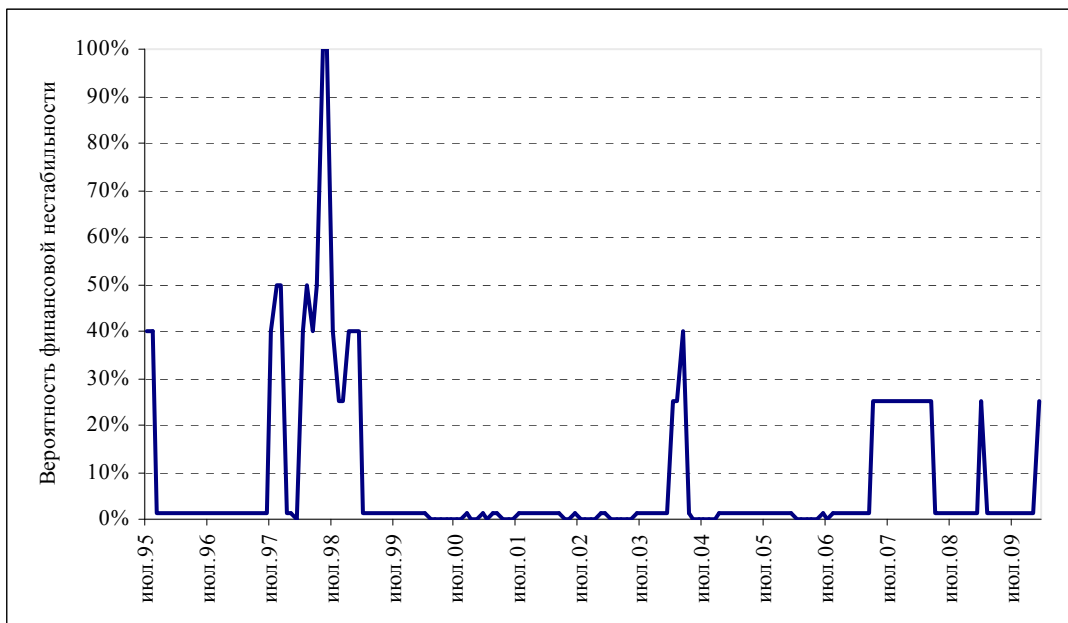
Состояние системы индикаторов-предвестников финансовой нестабильности в II квартале 2009 – IV квартале 2009 гг.

Индикатор	Пороговое значение	II квартал 2009		III квартал 2009		IV квартал 2009	
		Значение индикатора	Сигнал	Значение индикатора	Сигнал	Значение индикатора	Сигнал
Сальдо текущего счета платежного баланса	– 1,5 млрд. долл.	7,6 млрд. долларов	0	15 млрд. долларов	0	15,6 млрд. долларов	0
Реальная процентная ставка на рынке МБК	4,4%	0,0%	0	0,6%	0	0,0%	0
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам	3,7	1	0	1,1	0	1,2	0
Реальный эффективный курс рубля	+ 6,5%	+ 1,5%	0	+ 1,2%	0	– 1,8%	0
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	2,2% ВВП	0,7% ВВП	0	1,8% ВВП	0	3,9% ВВП	1
Спрэд между внутренней ставкой процента и	40 п.п.	6,53 п.п.	0	6,98 п.п.	0	4,92 п.п.	0

ставкой LIBOR							
Темп роста ВВП	– 5,2%	– 10,9%	1	– 8,9%	1	– 2,6%	0
Условия торговли (цены на нефть марки «Брент»)	12,1 долл. за баррель	69,3 долл. за баррель	0	68,9 долл. за баррель	0	77,9 долл. за баррель	0
Бегство капитала	– 8,3 млрд. долл.	– 2,2 млрд. долларов	0	– 5 млрд. долларов	0	– 4,2 млрд. долларов	0
Золотовалютные резервы	– 2,2%	+ 2,1%	0	+ 0,9%	0	– 2%	1
Экспорт	– 5,7%	– 44,1%	1	– 34,2%	1	20,1%	0
Внутренний кредит	1,6%	+ 2,9%	1	+ 3,5%	1	+ 12,4%	1
Индекс давления на валютный рынок	1,7	0,8	0	– 0,8	0	2,2	1

В IV квартале 2009 года вероятность финансовой нестабильности несколько выросла по сравнению с предыдущим кварталом. В различные месяцы квартала сигнал подавали четыре из тринадцати индикаторов – индекс давления на валютный рынок, внутренний кредит в реальном выражении, экспорт и «избыточное» предложение денег в реальном выражении. Увеличение количества индикаторов, подавших сигнал, связано преимущественно с ростом денежного предложения в конце года. С одной стороны, это отражает риски для российской макроэкономической стабильности в среднесрочном периоде, но, с другой, – в целом ситуация в финансовом секторе во второй половине 2009 года оставалась достаточно стабильной.

Таким образом, дальнейшего улучшения состояния российской финансовой системы пока не наблюдается, что связано как с медленным выходом из кризиса мировой экономики, так и с накопившимися внутренними проблемами. Зафиксированное нами состояние системы индикаторов-предвестников соответствует вероятности увеличения масштабов финансовой нестабильности в течение ближайших одного-двух кварталов на уровне порядка 10 – 20% (см. рисунок). Данный результат говорит о том, что в течение следующих трех – пяти месяцев 2010 г. существует вероятность возникновения некоторых проблем в финансовом секторе РФ.



Республики бывшего СССР

Армения

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Реальный эффективный курс.	Индекс потребительских цен.
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Импорт.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Текущий счет платежного баланса.	
Экспорт.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Золотовалютные резервы.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Индекс промышленного производства.	

В III квартале 2009 года ситуация в экономике Армении оставалась умеренно негативной. Несмотря на быстрое сокращение ВВП в реальном выражении, а также ускорение инфляции, в целом показатели финансового и реального секторов свидетельствовали о прохождении острой фазы кризиса. Следовательно, лишь 2 из 16 индикаторов подали сигнал о росте вероятности возникновения финансовой нестабильности. Таким образом, мировой финансовый кризис продолжал оказывать негативное влияние на экономику Армении, однако дальнейшее ухудшение ситуации в среднесрочном периоде представляется маловероятным.

Белоруссия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
Текущий счет платежного баланса.	Внутренний кредит в реальном выражении.
Индекс потребительских цен.	
Импорт.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Экспорт.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Золотовалютные резервы.	

Денежный мультипликатор.	
--------------------------	--

Большинство рассмотренных индикаторов-предвестников финансовой нестабильности свидетельствует о небольшой вероятности наступления финансового кризиса в ближайшем будущем. В то же время в III квартале 2009 года настораживал бурный рост внутреннего кредита в реальном выражении: в случае сохранения трудностей в реальном секторе страны выданный кредиты могут стать «проблемными». В среднесрочном периоде вероятность возникновения финансовой нестабильности в стране будет определяться состоянием дел в экономиках стран-основных торговых партнеров Белоруссии.

Казахстан

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
Внутренний кредит в реальном выражении.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Темп роста депозитов в реальном выражении.	Импорт.
Индекс потребительских цен.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Золотовалютные резервы.	
Экспорт.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Текущий счет платежного баланса.	

В III квартале 2009 г. ситуация на финансовом рынке Казахстана улучшилась. В то же время, в июле – сентябре в стране продолжился спад ВВП, а также, несмотря на экономические трудности, наблюдался опережающий рост импорта по сравнению с экспортом. В целом, ситуация в экономике страны стабилизировалась, однако скорость восстановления будет определяться развитием мировой экономики и качеством внутренней экономической политики.

Латвия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
Внутренний кредит в реальном выражении.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Денежный мультипликатор.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
«Избыточное» предложение денег в реальном	

выражении	
Текущий счет платежного баланса.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Импорт.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Индекс потребительских цен.	
Экспорт.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Золотовалютные резервы.	
Отношение денежной массы к ЗВР	

Большая часть анализируемых показателей свидетельствует о значительном снижении в III квартале вероятности возникновения финансовой нестабильности в Латвии. Ситуация в финансовом секторе стабилизировалась, однако масштабный спад в реальном секторе продолжается. В совокупности индикаторы финансовой стабильности указывают на то, что экономика страны в среднесрочном периоде будет находиться в непростой ситуации, однако возникновение новых эпизодов финансовой нестабильности станет возможным лишь в случае ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры.

Литва

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности во II квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности во II квартале 2009 года.
Золотовалютные резервы.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Индекс потребительских цен.	Индекс промышленного производства.
Денежный мультипликатор.	Импорт.
Экспорт.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Текущий счет платежного баланса.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Литвы, свидетельствуют о том, что в финансовом секторе страны в III квартале ситуация по сравнению со II кварталом практически не изменилась. Неблагоприятными тенденциями III квартала стали ухудшение ситуации в реальном секторе и рост

импорта. Таким образом, можно предположить, что пик финансовой нестабильности в Литве уже пройден, однако до полного восстановления экономики еще далеко.

Украина

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
Импорт.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Реальный эффективный курс.	Текущий счет платежного баланса.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс потребительских цен.	
Экспорт.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Золотовалютные резервы.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	

Исходя из результатов анализа индикаторов-предвестников кризиса, можно сделать вывод о том, что вероятность наступления финансового кризиса в Украине в ближайшее время по итогам III квартала осталась на уровне II квартала. Несмотря на все еще тяжелую экономическую ситуацию, можно говорить о том, что в краткосрочном периоде худшее для экономике Украины осталось позади. Однако в среднесрочной перспективе финансовая система страны будет оставаться под давлением. Кроме того, восстановление экономики может оказаться долгим и болезненным, а также сопровождаться эпизодами финансовой нестабильности, особенно в случае возникновения новых проблем в мировой экономике.

Эстония

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
Внутренний кредит в реальном выражении.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Текущий счет платежного баланса.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Импорт.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	

Экспорт.	
Денежный мультипликатор.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс потребительских цен.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Золотовалютные резервы.	
Индекс давления на валютный рынок.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Эстонии, говорят о том, что за III квартал ситуация в финансовом секторе практически не изменилась. Беспокойство вызывает только продолжение снижения ВВП, а также увеличение «избыточного» предложения денег в реальном выражении. Таким образом, ситуация в финансовом секторе экономики Эстонии остается напряженной, но стабильной.

Переходные экономики стран Центральной и Восточной Европы

Албания

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
Денежный мультипликатор.	
Индекс потребительских цен.	
Экспорт.	
Импорт.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Золотовалютные резервы.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Текущий счет платежного баланса.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Албании, свидетельствуют о том, что вероятность возникновения кризиса в III квартале оставалась низкой. Отметим, что из-за отсутствия статистики по показателям реального сектора экономики довольно сложно провести полный анализ финансовой стабильности в стране. В то же время, 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 устойчивость дальнейшего развития будет определяться скоростью выхода из кризиса мировой экономики.

Болгария

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
Индекс потребительских цен.	Темп роста ВВП в реальном выражении
Текущий счет платежного баланса.	
Индекс промышленного производства.	
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.	
Золотовалютные резервы.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Экспорт.	

Ситуация в финансовом секторе экономики Болгарии в III квартале 2009 года оставалась сравнительно стабильной. Единственно неблагоприятной тенденцией стало продолжение спада в реальном секторе экономики, что позволяет оценить 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. Кроме того, тяжелое положение дел в реальном секторе может в среднесрочном периоде оказать негативное воздействие и на финансовую систему страны.

Венгрия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
Индекс потребительских цен.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Золотовалютные резервы.	Реальный эффективный курс.
Внутренний кредит в реальном выражении.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
Экспорт.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	

Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Текущий счет платежного баланса.	
Денежный мультипликатор.	
Импорт.	
Индекс промышленного производства.	
Индекс давления на валютный рынок.	

По результатам анализа индикаторов-предвестников финансовой нестабильности можно сделать вывод о том, что в III квартале 2009 года вероятность наступления финансового кризиса в Венгрии несколько увеличилась. При этом отмечалось ухудшение ситуации в реальном секторе, быстрый рост реального эффективного курса национальной валюты, а также стремительное увеличение отношения ставки по кредитам к ставке по депозитам. Таким образом, основываясь на анализе всей системы индикаторов, мы полагаем, что вероятность развития финансовой нестабильности в Венгрии в ближайшее время является средней.

Польша

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Текущий счет платежного баланса.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Условия торговли.	
Реальный эффективный курс.	
Золотовалютные резервы.	
Экспорт.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Импорт.	
Индекс промышленного производства.	

По результатам анализа индикаторов-предвестников кризиса можно сделать вывод о том, что в финансовом секторе Польши в третьем квартале продолжалась стабилизация. На настоящий момент мы оцениваем вероятность нарастания негативных тенденций в финансовом секторе Польши в ближайшее время как невысокую.

Румыния

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.

Золотовалютные резервы.	Темп роста ВВП в реальном выражении
Реальный эффективный курс.	
Экспорт.	
Импорт.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	
Индекс потребительских цен.	
Текущий счет платежного баланса	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Индекс промышленного производства.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Румынии, свидетельствуют о том, что вероятность углубления кризиса в ближайшее время является невысокой. В то же время динамика ВВП свидетельствует о том, что рецессия в экономике страны продолжается. Кроме того, учитывая серьезные проблемы в финансовом секторе большинства стран ЕС, можно предположить, что Румыния также неизбежно столкнется с определенными проблемами в данной сфере.

Словакия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Текущий счет платежного баланса.	
Импорт.	
Реальный эффективный курс.	
Индекс потребительских цен.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Денежный мультипликатор.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Индекс промышленного производства.	
Золотовалютные резервы.	
Экспорт.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Словакии, говорят о том, что вероятность возникновения кризиса в стране по итогам III квартала практически не изменилась. Единственной негативной тенденцией стало продолжение спада в реальном секторе. Таким образом, поведение индикаторов-предвестников позволяет утверждать, что мировой финансовый кризис крайне негативно сказался на экономике Словакии, однако в начале 2009 г. острая фаза кризиса была пройдена. В среднесрочном периоде состояние финансового сектора страны будет определяться динамикой экономической активности и положением дел в мировой экономике.

Чехия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
Золотовалютные резервы.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
Индекс давления на валютный рынок.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Денежный мультипликатор.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Реальный эффективный курс.	
Индекс потребительских цен.	
Индекс промышленного производства.	
Импорт.	
Экспорт.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Текущий счет платежного баланса	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	

Индикаторы-предвестники финансовой нестабильности говорят о том, что в финансовой системе Чехии в III квартале ситуация изменилась в лучшую сторону. В числе негативных тенденций можно выделить только продолжение падения экономической активности, а также рост отношения ставки по кредитам к ставке по депозитам. Отмеченные тенденции указывают на то, что в среднесрочном периоде финансовая стабильность в Чехии будет определяться состоянием мировой экономики и развитием ситуации в реальном секторе.

Развивающиеся страны Азии, Африки и Латинской Америки

Аргентина

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности во II квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности во II квартале 2009 года.
Экспорт.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Золотовалютные резервы.	Импорт.
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.	
Индекс давления на валютный рынок.	

Из приведённой таблицы видно, что большинство рассматриваемых индикаторов финансовой стабильности свидетельствуют в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Аргентины сравнительно невелика. Несмотря на замедление экономической активности и рост импорта, финансовый сектор страны развивается стабильно. Таким образом, динамика фундаментальных факторов позволяет утверждать, что вероятность ужесточения финансового кризиса в среднесрочной перспективе невелика.

Бразилия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
Индекс промышленного производства.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	Текущий счет платежного баланса.
Золотовалютные резервы.	Импорт.
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Экспорт.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс потребительских цен.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	

В III квартале 2009 года ситуация на финансовом рынке Бразилии оставалась нестабильной. Страна в значительной мере пострадала от мирового финансового кризиса, который привел к спаду ВВП, увеличению отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса на фоне расширения импорта. Данные тенденции могут свидетельствовать в пользу сохранения финансовой нестабильности в Бразилии в среднесрочной перспективе.

Индонезия

Показатели, динамика которых	Показатели, динамика которых
-------------------------------------	-------------------------------------

свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.
Индекс потребительских цен.	Импорт.
Текущий счет платежного баланса.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
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.	
Золотовалютные резервы.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Индекс давления на валютный рынок.	

Большинство рассматриваемых индикаторов финансовой стабильности свидетельствует в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Индонезии за III квартал не увеличилась. Неблагоприятными тенденциями стали лишь увеличение «избыточного» предложения денег в реальном выражении и рост импорта. 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 III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
Текущий счет платежного баланса.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Условия торговли.	
Индекс промышленного производства.	
Импорт.	
Денежный мультипликатор.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс потребительских цен.	
Золотовалютные резервы.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Экспорт.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	

Большинство рассматриваемых индикаторов финансовой стабильности свидетельствуют в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Южной Кореи в III квартале не выросла. Быстрое восстановление экспорта позволяет надеяться на стабилизацию ситуации в реальном секторе в ближайшее время. Неблагоприятной тенденцией III квартала для Южной Кореи стало лишь увеличение «избыточного» предложения денег в реальном выражении. В случае развития тенденции восстановления мировой экономики в финансовом секторе Южной Кореи также есть все предпосылки для быстрого роста.

Малайзия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
Индекс давления на валютный рынок.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.
Реальный эффективный курс.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Индекс потребительских цен.	Импорт.
Золотовалютные резервы.	Текущий счет платежного баланса.
Экспорт.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Индекс промышленного производства.	

Из приведённой таблицы видно, что в III квартале вероятность возникновения финансовой нестабильности в Малайзии осталась на достаточно высоком уровне. 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 ситуация в финансовом секторе Малайзии, скорее всего, останется нестабильной.

Мексика

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
Индекс промышленного производства.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Золотовалютные резервы.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	Текущий счет платежного баланса.
Денежный мультипликатор.	Импорт.
Темп роста депозитов в реальном выражении.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Индекс потребительских цен.	
Отношение денежной массы к золотовалютным	

резервам.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Экспорт.	

Ситуация в финансовой системе Мексики в течение третьего квартала ухудшилась. В стране продолжалась рецессия, наблюдалось расширение отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса на фоне роста импорта, увеличилось отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам, а также было зафиксировано «избыточное» предложение денег в реальном выражении. Данные тенденции отражают влияние мирового финансового кризиса. Вероятность углубления кризиса в стране в ближайшем будущем можно оценить как достаточно высокую.

Таиланд

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009 года.
Текущий счет платежного баланса.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Индекс потребительских цен.	Импорт.
Золотовалютные резервы.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
Экспорт.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	

В III квартале состояние финансового сектора Таиланда оставалось стабильным, однако все еще отмечались негативные тенденции, способные подорвать финансовую стабильность: ВВП в реальном выражении продолжил сокращаться, а импорт и отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам резко выросли. Таким образом, мировой финансовый кризис оказал отрицательное влияние на финансовый сектор страны. Вероятность возникновения финансовой нестабильности в Таиланде в среднесрочной перспективе мы оцениваем как среднюю.

ЮАР

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2009
--	---

нестабильности в III квартале 2009 года.	года.
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Экспорт.	
Индекс потребительских цен.	
Золотовалютные резервы.	
Импорт.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Индекс давления на валютный рынок.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Текущий счет платежного баланса.	

Как показывает проведенный нами анализ, ситуация в финансовом секторе ЮАР в III квартале 2009 года оставалась стабильной. Однако положение дел в экономике было все еще непростым. В частности, в стране отмечалось значительное падение ВВП. На наш взгляд, дальнейшее развитие ситуации в финансовом секторе ЮАР во многом будет определяться темпами восстановления мировой экономики, однако вероятность возникновения финансовой нестабильности в ЮАР в среднесрочном периоде мы оцениваем как невысокую.

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 III квартала, показал, что в большинстве рассмотренных стран ситуация в финансовом секторе оставалась стабильной по сравнению с обвальным падением большинства анализируемых показателей, наблюдавшегося в конце 2008 года. Основными причинами такого развития событий стали прекращение паники инвесторов на мировых рынках, а также появление некоторой определенности относительно глубины и продолжительности кризиса. В то же время значительного улучшения ситуации в экономике также не наблюдалось. Более того, достаточно тяжелая рецессия, затронувшая большинство рассматриваемых стран, может привести к новым потрясениям. По всей видимости, до выхода мировой экономики на траекторию устойчивого роста многим странам еще предстоит столкнуться с отдельными эпизодами финансовой нестабильности.

Что касается странового аспекта проведенного анализа, то наименьшие шансы на ухудшение экономической ситуации и дальнейшее развитие финансовой нестабильности были зафиксированы в Белоруссии, Латвии, Албании, Болгарии, Польше, Румынии, Словакии, Корее и ЮАР. Очевидно, что финансовые системы этих стран также серьезно пострадали от кризиса, однако начавшееся восстановление мировой экономики привело к их стабилизации. Что касается стран, в наибольшей степени продолжающих страдать от финансовой турбулентности, то к числу таких стран можно отнести Литву, Венгрию, Бразилию, Малайзию, Мексику и Таиланд. Заметим, что по результатам проведения мониторинга периода после завершения острой фазы кризиса наблюдаются постоянные переходы стран из группы стран с высокой вероятностью возникновения финансовой нестабильности в группу стран с низкой вероятностью возникновения финансовой нестабильности, и наоборот. Данная тенденция отражает высокую степень неопределенности и быстрые изменения в экономике, характерные для кризисного периода. Очевидно, что в случае возникновения новых проблем в мировой экономике все рассматриваемые страны также пострадают.

Что касается финансового сектора России, то в IV квартале 2009 года вероятность финансовой нестабильности несколько выросла по сравнению с предыдущим кварталом. В различные месяцы квартала сигнал подавали четыре из тринадцати

индикаторов – индекс давления на валютный рынок, внутренний кредит в реальном выражении, экспорт и «избыточное» предложение денег в реальном выражении. Увеличение количества индикаторов, подавших сигнал, связано преимущественно с ростом денежного предложения в конце года. С одной стороны, это отражает риски для российской макроэкономической стабильности в среднесрочном периоде, но, с другой, – в целом ситуация в финансовом секторе во второй половине 2009 года оставалась достаточно стабильной.

Таким образом, дальнейшего улучшения состояния российской финансовой системы пока не наблюдается, что связано как с медленным выходом из кризиса мировой экономики, так и с накопившимися внутренними проблемами. Зафиксированное нами состояние системы индикаторов-предвестников соответствует вероятности увеличения масштабов финансовой нестабильности в течение ближайших одного-двух кварталов на уровне порядка 10 – 20%. Данный результат говорит о том, что в течение следующих трех – пяти месяцев 2010 г. существует вероятность возникновения некоторых проблем в финансовом секторе РФ.

Приложение 1. Динамика индикаторов-предвестников финансовой нестабильности в РФ

1) Текущий счет платежного баланса РФ

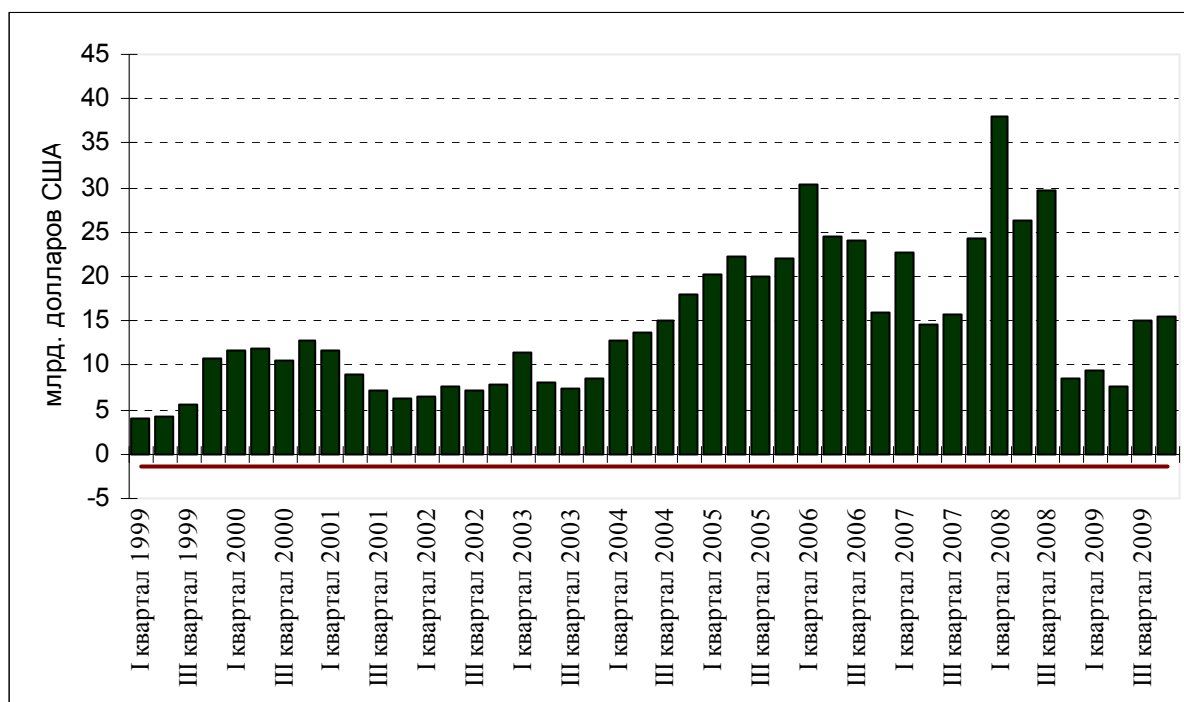


Рисунок 1. Сальдо текущего счета платежного баланса РФ в 1999 – 2009 гг. (млрд. долларов США)

2) Реальная ставка процента на внутреннем рынке

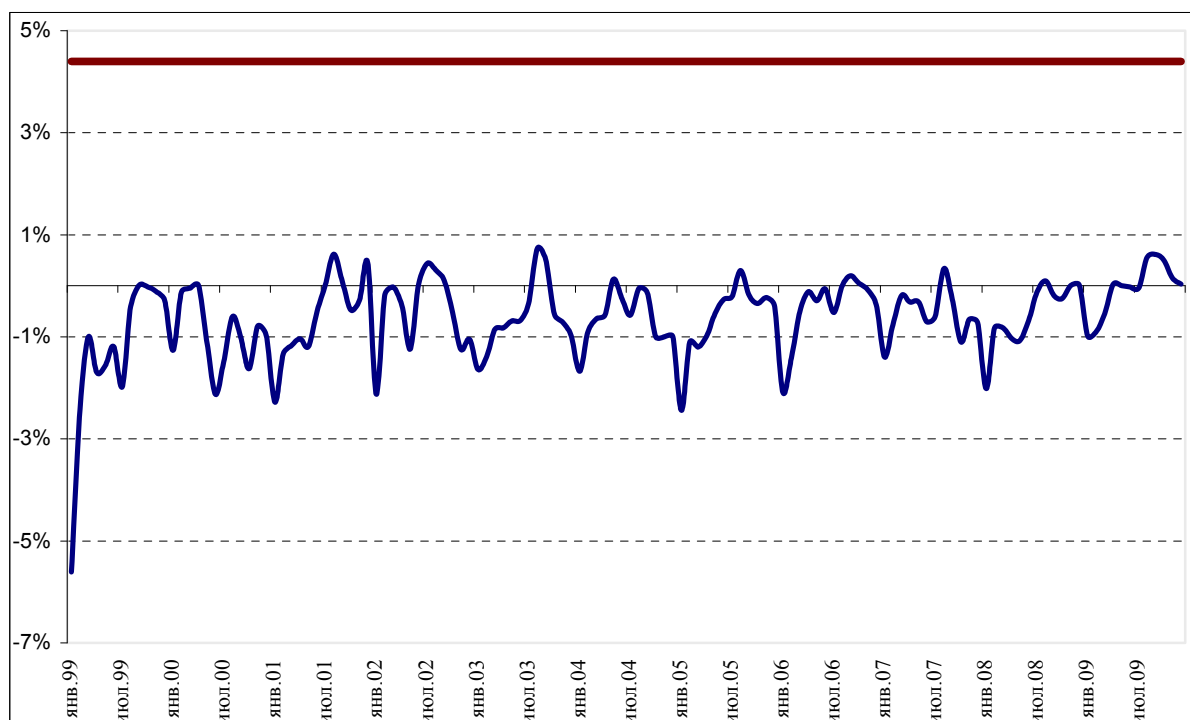


Рисунок 2. Реальная процентная ставка на рынке МБК в 1999 – 2009 гг.

3) Отношение денежной массы к золотовалютным резервам

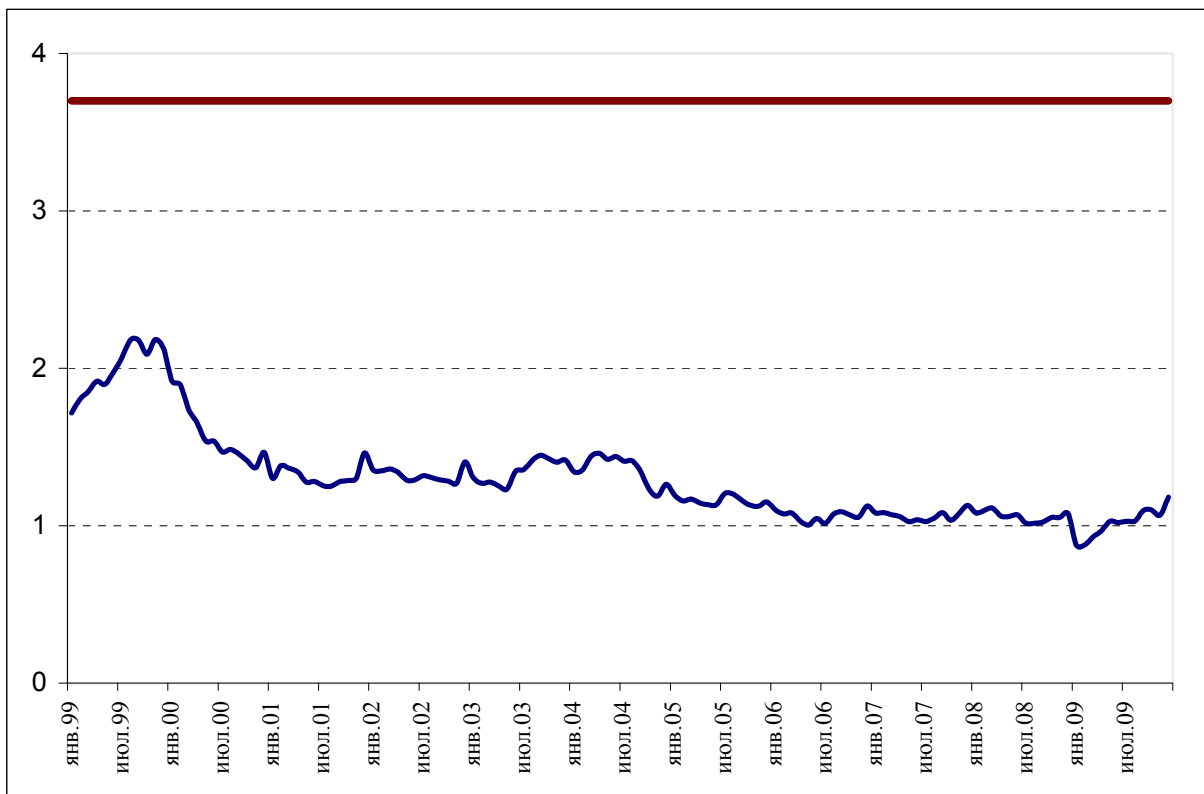


Рисунок 3. Отношение денежной массы к золотовалютным резервам в 1999 – 2009 гг.

4) Реальный эффективный курс рубля

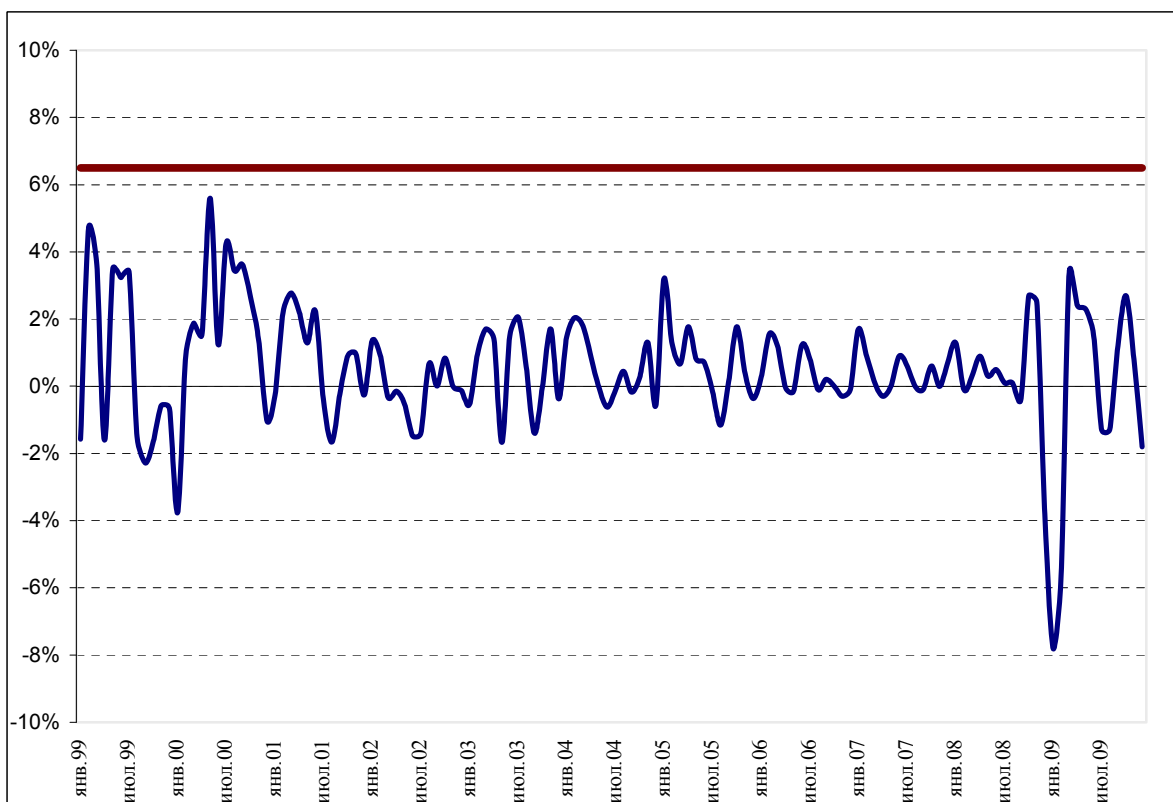


Рисунок 4. Темп прироста реального эффективного курса рубля в 1999 – 2009 гг.

5) «Избыточное» предложение денег в реальном выражении

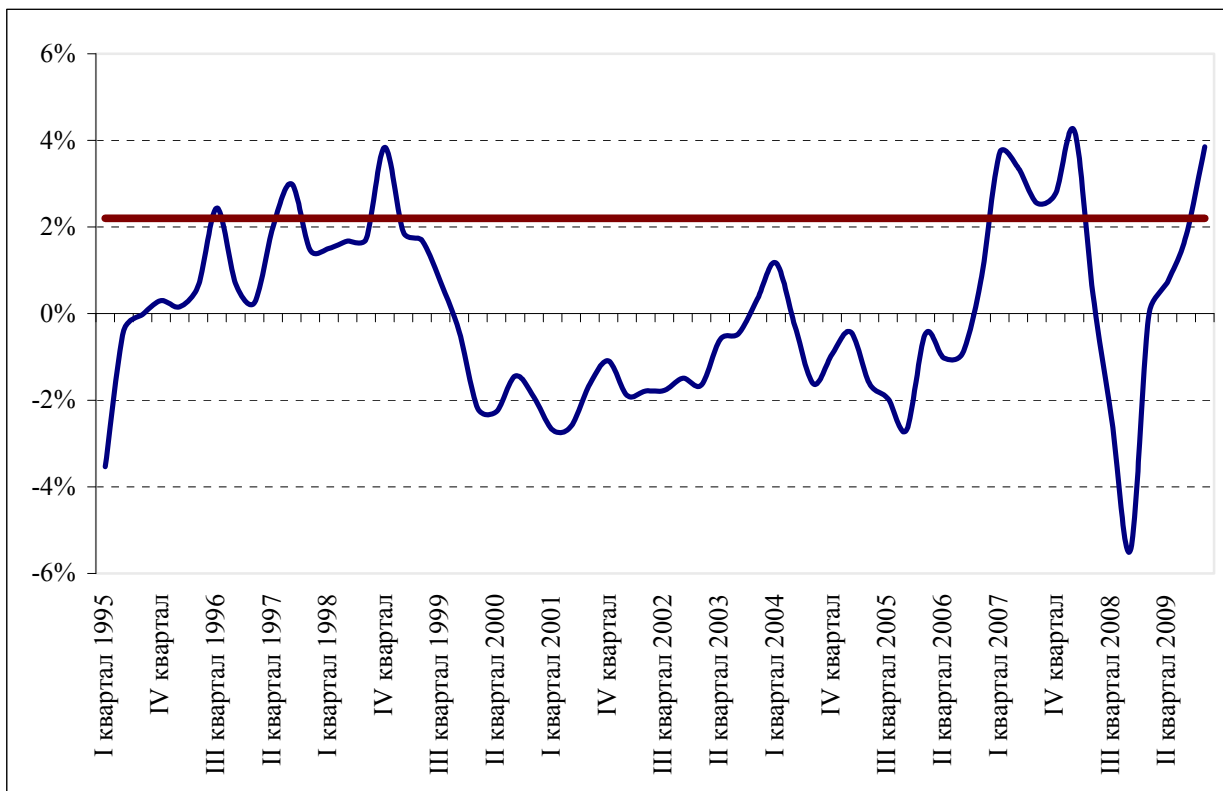


Рисунок 5. «Избыточное» предложение денег в реальном выражении в 1995 – 2009 гг. (% ВВП)

б) Спрэд между внутренней и внешней ставкой процента

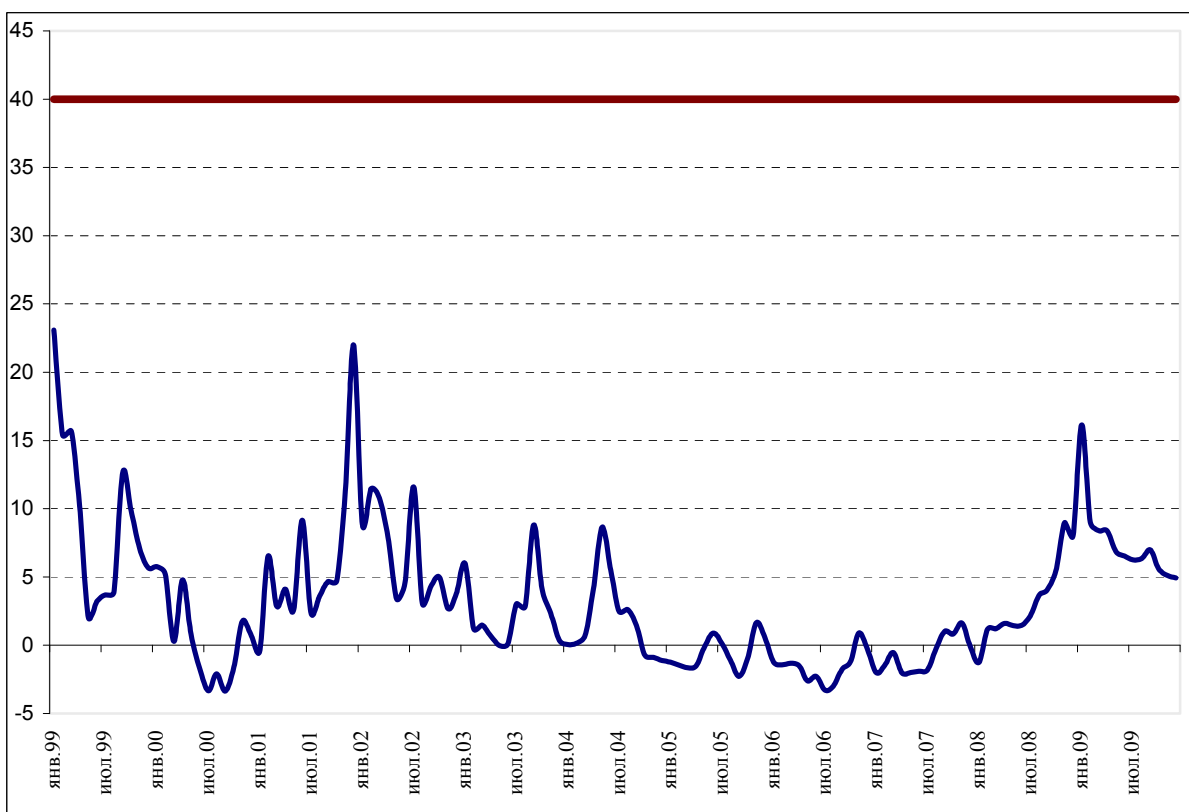


Рисунок 6. Спрэд между внутренней и внешней ставками процента в 1999 – 2009 гг. (п.п.)

7) Темп роста ВВП в реальном выражении

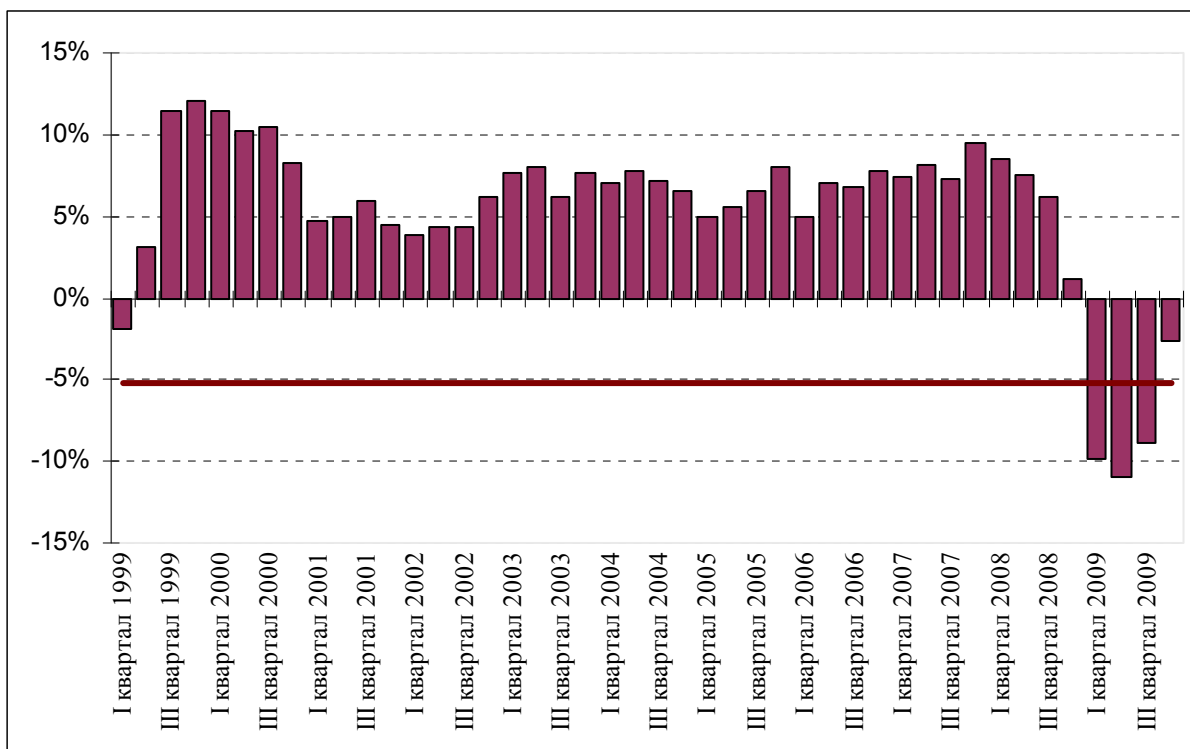


Рисунок 7. Темп прироста ВВП в реальном выражении в 1999 – 2009 гг.

8) Условия торговли

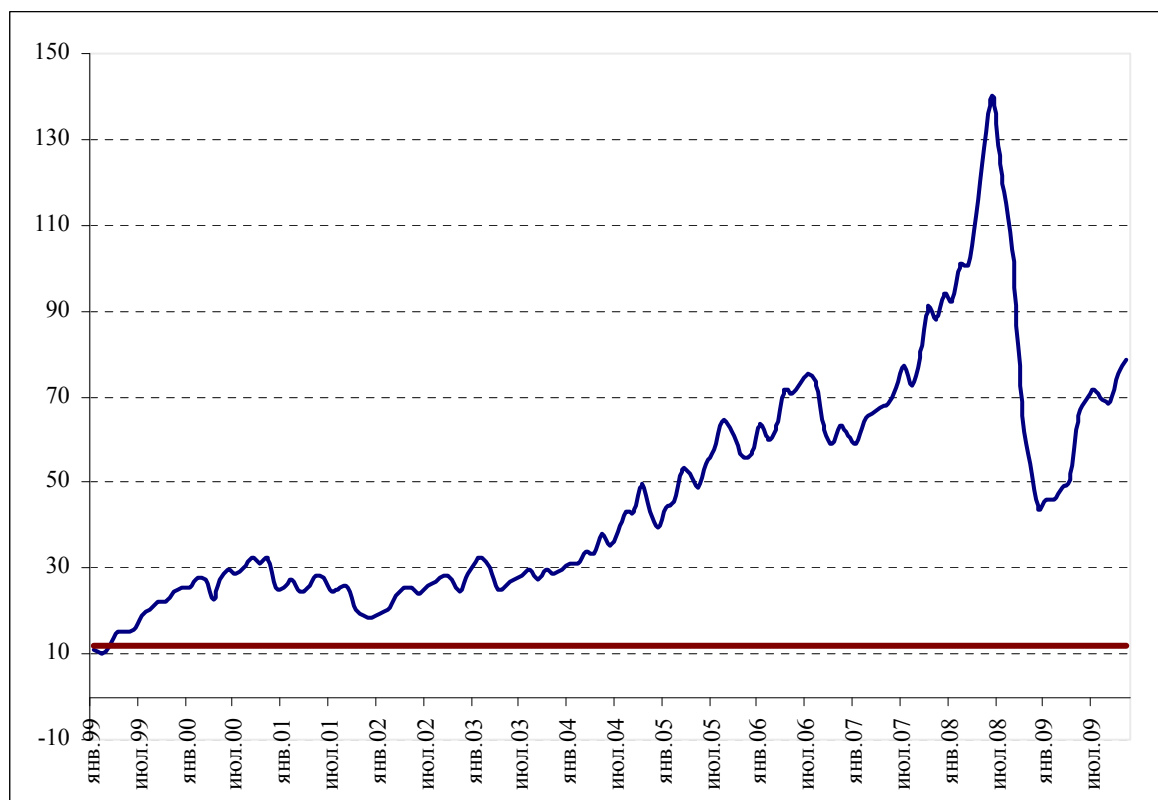


Рисунок 8. Цена на нефть марки «Брент» в 1999 – 2009 гг. (долларов США за баррель)

9) Бегство капитала из РФ

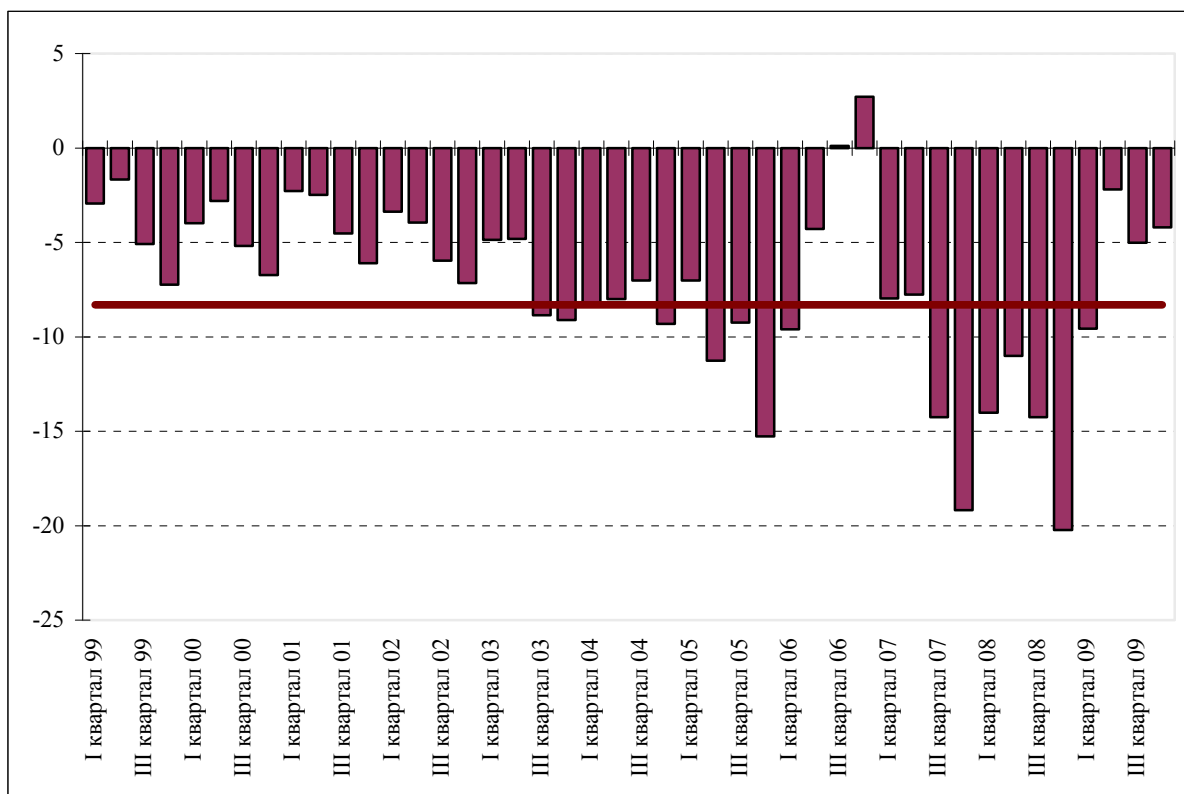


Рисунок 9. Бегство капитала из РФ в 1999 – 2009 гг. (млрд. долларов США)

10) Золотовалютные резервы

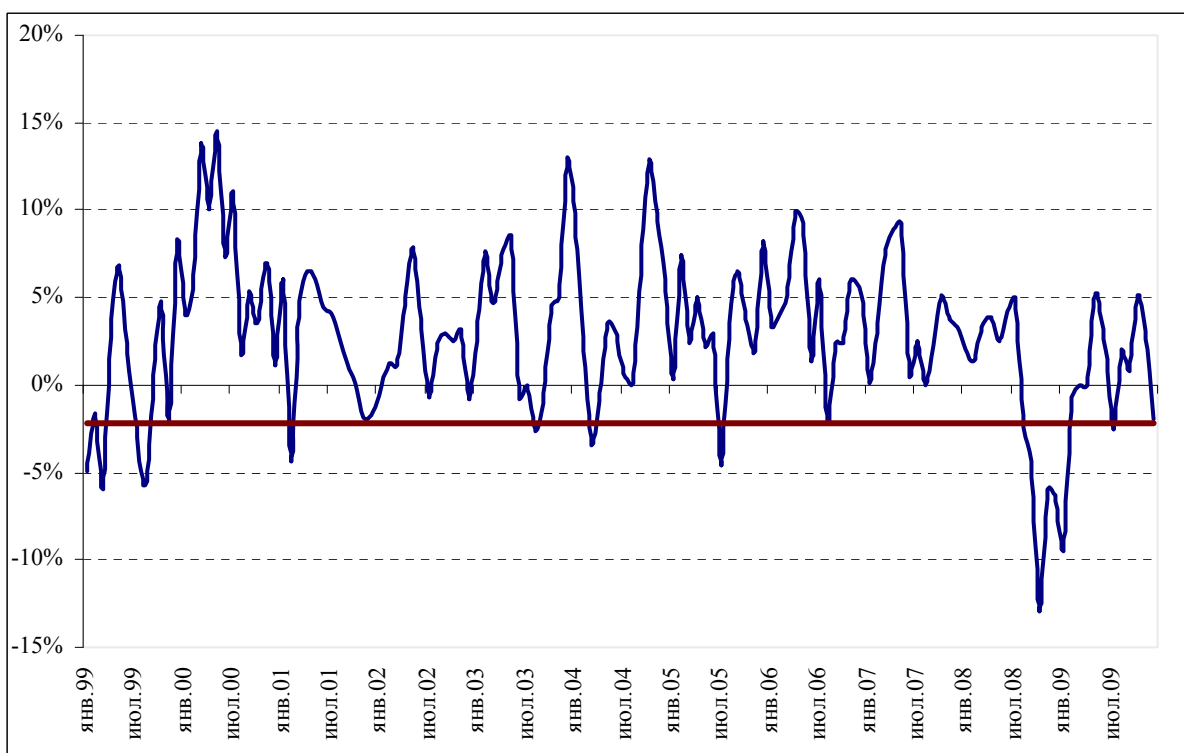


Рисунок 10. Темп прироста золотовалютных резервов РФ в 1999 – 2009 гг.

11) Экспорт

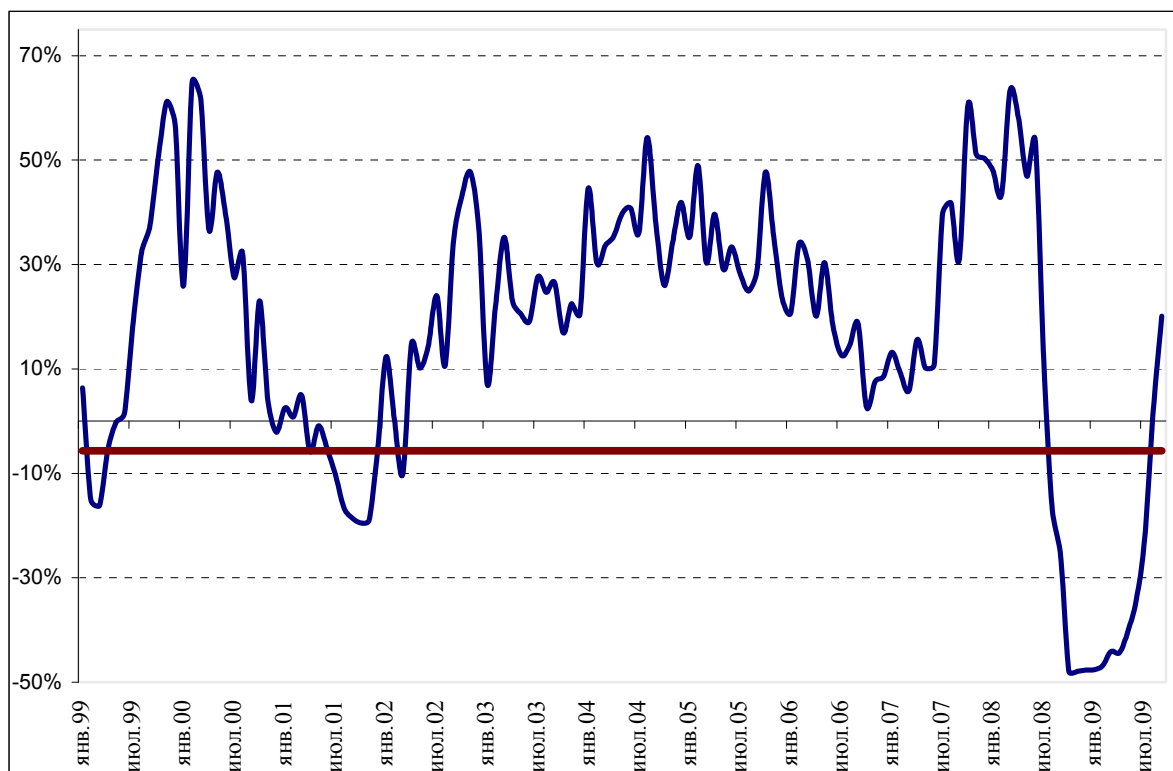


Рисунок 11. Темп прироста экспорта товаров из РФ в 1999 – 2009 гг.

12) Внутренний кредит в реальном выражении

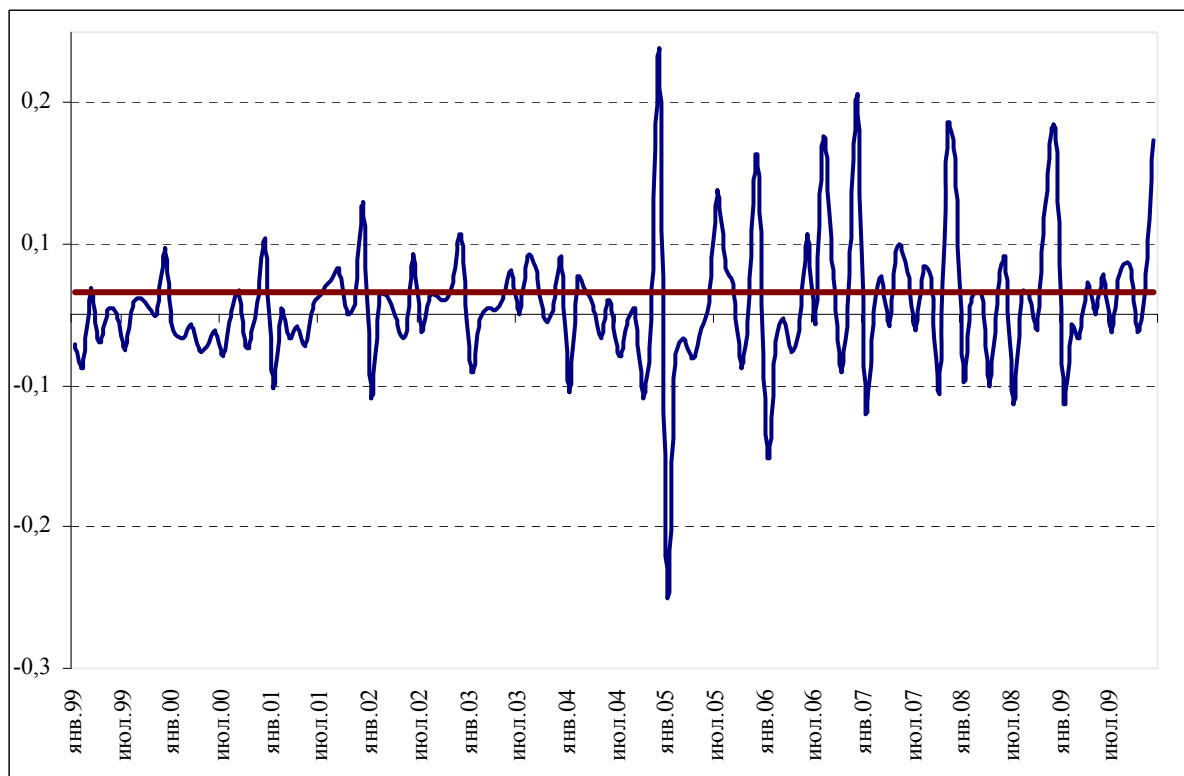


Рисунок 12. Темп прироста внутреннего кредита в реальном выражении в 1999 – 2009 гг.

13) Индекс давления на валютный рынок

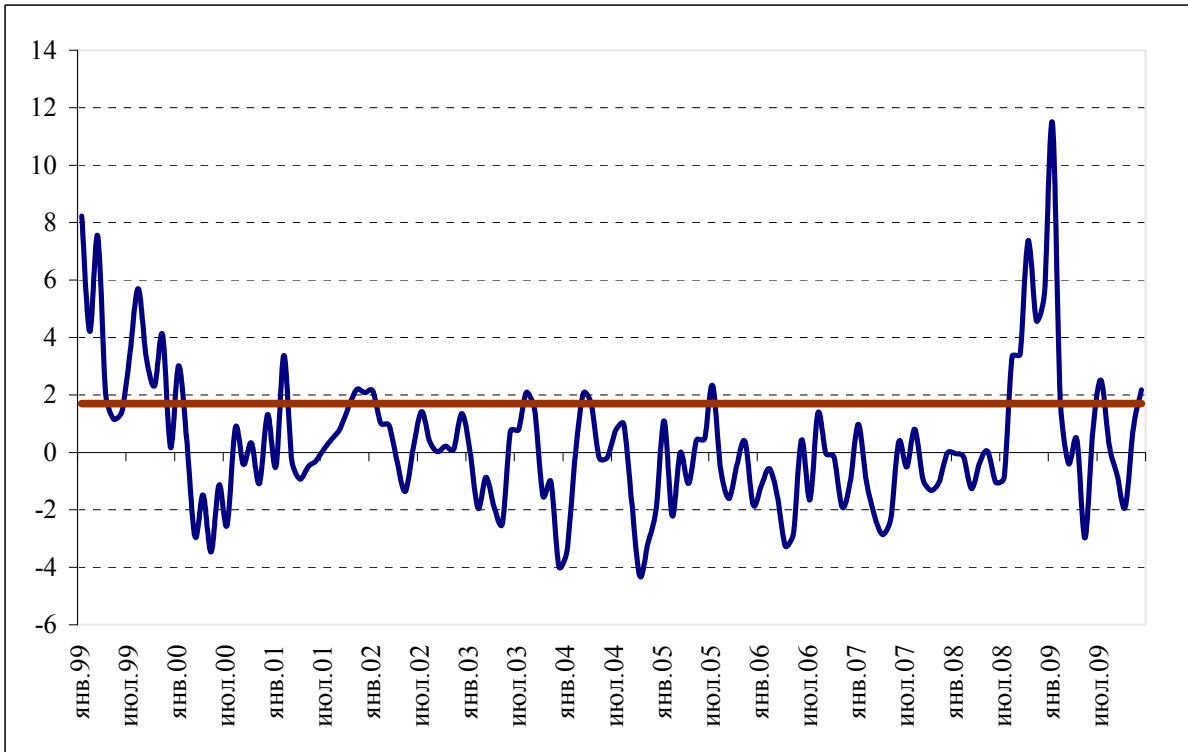


Рисунок 13. Индекс давления на валютный рынок в 1999 – 2009 гг.