

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

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

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

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

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

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

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

- Темп экономического роста:
  - темп прироста ВВП;
- Платежный баланс:
  - сальдо текущего счета;
  - золотовалютные резервы;
  - условия торговли (цены экспорта);
  - реальный эффективный курс;
- Процентные ставки:
  - реальная процентная ставка;
  - разница между внутренней процентной ставкой и ставкой LIBOR;
- Денежные индикаторы:
  - динамика денежного мультипликатора;
  - отношение денежной массы к золотовалютным резервам;
  - «избыточное» предложение денег в реальном выражении.
- Индекс давления на валютный рынок.

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.

---

<sup>1</sup> 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.

## Некоторые характеристики индикаторов-предвестников финансовой неустойчивости

Индикатор	Преобразование	Периодичность	Источник
Темп роста ВВП	Тем прироста в реальном выражении к АППГ	Ежеквартально	МЭР России <sup>2</sup>
Сальдо текущего счета платежного баланса	Уровень	Ежеквартально	ЦБ РФ
Золотовалютные резервы	Темп прироста к предыдущему периоду	Ежемесячно	ЦБ РФ
Условия торговли <sup>3</sup> (цены на нефть марки «Брент»)	Уровень	Ежемесячно	ICE <sup>4</sup>
Реальный эффективный курс рубля	Темп прироста к предыдущему периоду	Ежемесячно	ЦБ РФ
Денежный мультипликатор	Темп прироста к предыдущему периоду	Ежемесячно	ЦБ РФ
Реальная процентная ставка на рынке МБК	Уровень	Ежеквартально	ЦБ РФ, Росстат, расчеты ИЭП
Спрэд между внутренней ставкой процента и ставкой LIBOR	Уровень	Ежемесячно	ЦБ РФ, IFS, расчеты ИЭП
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам	Уровень	Ежемесячно	ЦБ РФ, расчеты ИЭП
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении <sup>5</sup>	% ВВП	Ежеквартально	ЦБ РФ, Росстат, расчеты ИЭП
Индекс давления на валютный рынок <sup>6</sup>	Индекс	Ежемесячно	ЦБ РФ, расчеты ИЭП

<sup>2</sup> Предварительная оценка.

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

<sup>4</sup> База данных биржи Intercontinental Exchange.

<sup>5</sup> «Избыточное» предложение денег в реальном выражении определяется как отклонение оцененного спроса на деньги от наблюдаемого предложения денег (выраженного как доля денежной массы в ВВП),

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

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

<sup>6</sup> Индекс представляет собой среднее взвешенное значение трех показателей:

- 1) темп прироста курса национальной валюты за месяц,  $\dot{L}$ ;
- 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:

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

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 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)<sup>7</sup>.

Перейдем к рассмотрению результатов мониторинга финансовой стабильности в отдельных странах.

---

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

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

<sup>7</sup> Начиная с выпуска мониторинга за III квартал 2010 года, пороговые значения индикаторов были пересчитаны с учетом кризиса 2008 г. При этом набор индикаторов также изменился: из-за снижения прогностической силы из их числа были исключены показатели экспорта, бегства капитала и внутреннего кредита в реальном выражении, и добавлен показатель, характеризующий динамику денежного мультипликатора.

## Российская Федерация

Результаты применения методологии количественного анализа приведены в таблице ниже, где указаны значения, которые принимали индикаторы-предвестники финансовой нестабильности во II квартале 2010 – IV квартале 2010 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 2010 – IV квартале 2010 гг.

Индикатор	Пороговое значение	II квартал 2010		III квартал 2010		IV квартал 2010	
		Значение индикатора	Сигнал	Значение индикатора	Сигнал	Значение индикатора	Сигнал
Реальная процентная ставка на рынке МБК	4,4%	-0,2%	0	-0,6%	0	-0,8%	0
Сальдо текущего счета платежного баланса	-1,5 млрд долл.	19 млрд долларов	0	6 млрд долларов	0	14,3 млрд долларов	0
Реальный эффективный курс рубля	+6,5%	-0,1%	0	-1,9%	0	+3,4%	0
Спрэд между внутренней ставкой процента и ставкой LIBOR	42 п.п.	2,3	0	2,4	0	2,8	0
Условия торговли (цены на нефть марки «Брент»)	12,1 долл. за баррель	75 долл. за баррель	0	82,3 долл. за баррель	0	94,8 долл. за баррель	0
Денежный мультипликатор	-4,8%	-0,7%	0	+1,1%	0	+2,9%	0
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам	3,7	1,2	0	1,2	0	1,4	0
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	3,4% ВВП	4,7% ВВП	1	4,8% ВВП	1	5,6% ВВП	1
Темп роста ВВП	2,8%	5,2%	0	2,7%	1	5%	0
Золотовалютные резервы	-2,2%	1%	0	2,9%	0	-0,8%	0
Индекс давления на валютный рынок	1,7	1,2	0	-0,6	0	0,1	0

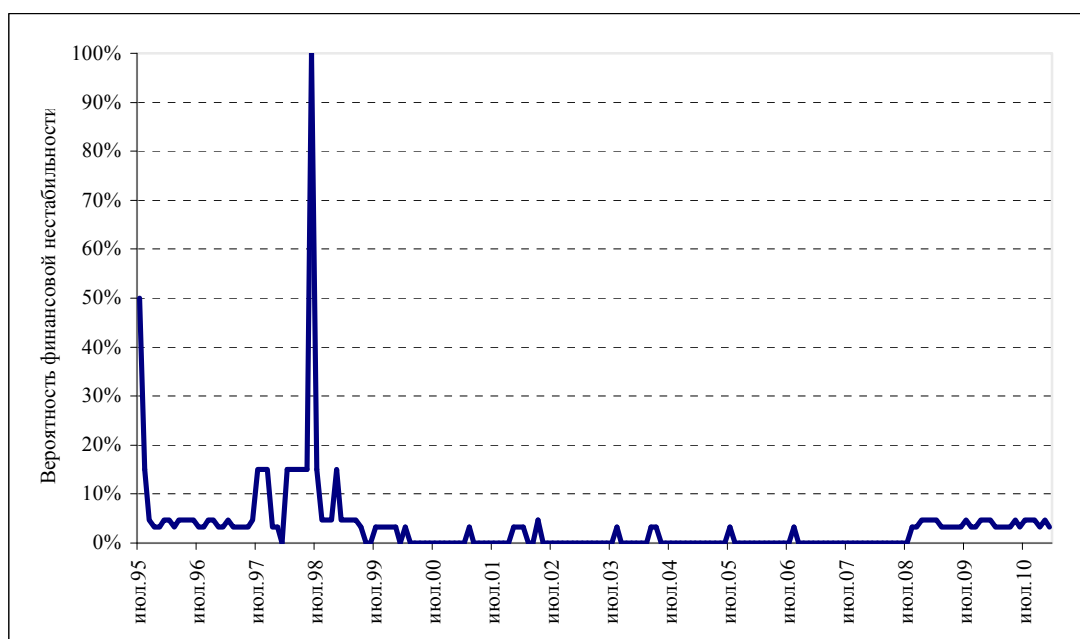
В IV квартале 2010 года ситуация в финансовой системе РФ в целом оставалась стабильной. В то же время, как мы и предполагали, отдельные проблемы в финансовом секторе страны все же возникали, что было связано, прежде всего, с нестабильностью на валютном рынке. В результате быстрого роста импорта и сокращения сальдо текущего счета платежного баланса при одновременном оттоке капитала в сентябре –

октября было зафиксировано достаточно быстрое ослабление рубля. Однако возобновление роста цен на энергоносители в декабре привело к стабилизации ситуации на валютном рынке.

На протяжении IV квартала 2010 года лишь три из одиннадцати индикаторов подавали сигнал – «избыточное» предложение денег в реальном выражении, а также золотовалютные резервы и индекс давления на валютный рынок. Быстрое расширение денежного предложения вследствие растущего бюджетного дефицита и монетизации торгового сальдо платежного баланса создает предпосылки для дальнейшего ускорения инфляции, которая и так после неблагоприятного шока совокупного предложения (засуха) значительно ускорилась. Высокая инфляция, на наш взгляд, является одной из главных угроз финансовой стабильности в среднесрочном периоде.

Сигнал, поданный в ноябре динамикой золотовалютных резервов и индекса давления на валютный рынок, объясняется сокращением сальдо текущего счета платежного баланса в результате роста импорта при сохранении чистого оттока капитала из РФ, что привело к ослаблению рубля. Рост цен на нефть, стоимость которой в декабре 2010 года практически достигла 100 долл. за баррель, позволил на какое-то время решить данную проблему, однако в принципе платежный баланс РФ остается уязвимым.

Зафиксированное нами состояние системы индикаторов-предвестников соответствует вероятности увеличения масштабов финансовой нестабильности в течение ближайших одного-двух кварталов на уровне порядка 3 – 4% (см. рисунок). Данный результат говорит о том, что в течение следующих одного – двух кварталов маловероятна.



## Республики бывшего СССР

### Армения

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	Импорт.
Золотовалютные резервы.	Внутренний кредит в реальном выражении.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Индекс промышленного производства.	
Экспорт.	
Индекс потребительских цен.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	

В III квартале 2010 года ситуация в экономике Армении оставалась стабильной. Негативными тенденциями июля – сентября стали быстрый рост импорта, а также внутреннего кредита в реальном выражении. Следовательно, лишь 2 из 15 индикаторов подали сигнал о росте вероятности возникновения финансовой нестабильности. Таким образом, серьезные проблемы в экономике страны маловероятны.

### Белоруссия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Импорт.
Денежный мультипликатор.	Индекс потребительских цен.
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	Текущий счет платежного баланса.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	Внутренний кредит в реальном выражении.
Индекс давления на валютный рынок.	
Экспорт.	
Золотовалютные резервы.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	

Большинство рассмотренных индикаторов-предвестников финансовой нестабильности свидетельствует о небольшой вероятности наступления финансового кризиса в ближайшем будущем. В то же время в III квартале 2010 года наблюдалось

быстрое увеличение импорта, вызвавшее дальнейшее расширение отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса, а также был зафиксирован быстрый рост потребительских цен и внутреннего кредита в реальном выражении. Данные тенденции, несомненно, оказывают давление на финансовую систему страны и могут привести к возникновению финансовой нестабильности в среднесрочном периоде в случае дальнейшего ухудшения ситуации.

### *Казахстан*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>
Индекс потребительских цен.	Текущий счет платежного баланса.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Золотовалютные резервы.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс давления на валютный рынок.	

В третьем квартале 2010 г. ситуация на финансовом рынке Казахстана оставалась спокойной. Практически все индикаторы свидетельствовали в пользу сохранения на прежнем уровне либо снижения вероятности финансовой нестабильности в ближайшем будущем. Единственной неблагоприятной тенденцией стало формирование отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса. Однако, по всей видимости, рост цен на энергоносители в конце 2010 г. способствовал решению данной проблемы. В текущей ситуации возникновение проблем в финансовой системе Казахстана в среднесрочном периоде маловероятно.

### *Латвия*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	Внутренний кредит в реальном выражении.
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	Текущий счет платежного баланса.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Импорт.
Отношение денежной массы к ЗВР	
Индекс потребительских цен.	
Денежный мультипликатор.	



Золотовалютные резервы.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Экспорт.	

Большая часть анализируемых показателей свидетельствует о сохранении на прежнем уровне вероятности возникновения в Латвии финансовой нестабильности. Однако, несмотря на стабилизацию ситуации в мировой экономике в Латвии все еще наблюдалось падение сальдо текущего счета платежного баланса вследствие опережающего роста импорта по сравнению с экспортом, снижение реального внутреннего кредита, а также увеличение отношения ставки по кредитам к ставке по депозитам. В совокупности индикаторы финансовой стабильности указывают на то, что серьезного ухудшения ситуации в ближайшем будущем ожидать вряд ли стоит, однако отдельные проблемы вполне вероятны. Кроме того, ухудшение ситуации в мире может вновь подорвать финансовую стабильность в Латвии.

### *Литва*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>
Темп роста депозитов в реальном выражении.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Импорт.
Золотовалютные резервы.	Индекс давления на валютный рынок.
Индекс потребительских цен.	Текущий счет платежного баланса.
Денежный мультипликатор.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Экспорт.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс промышленного производства.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Литвы, свидетельствуют о том, что в финансовом секторе страны продолжали развиваться негативные тенденции. В частности, неблагоприятными тенденциями III квартала стали рост импорта, «избыточного» предложения денег в реальном выражении и индекса давления на валютный рынок, а также формирование отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса. Таким образом, можно предположить, что финансовый сектор Литвы могут ожидать трудности.

### Украина

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.
Реальный эффективный курс.	Импорт.
Текущий счет платежного баланса.	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.	
Индекс потребительских цен.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Экспорт.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Золотовалютные резервы.	

Исходя из результатов анализа индикаторов-предвестников кризиса, можно сделать вывод о том, что вероятность наступления финансового кризиса в Украине в ближайшее время осталась невысокой. Большинство индикаторов-предвестников свидетельствуют в пользу снижения либо сохранения на прежнем уровне вероятности возникновения финансовой нестабильности в Украине в среднесрочной перспективе. Неблагоприятными тенденциями III квартала стали лишь быстрый рост импорта, а также отношения ставки по кредитам к ставке по депозитам. Учитывая все факторы, можно утверждать, что возникновение серьезных проблем в финансовом секторе Украины в ближайшем будущем маловероятно.

### Эстония

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.
Золотовалютные резервы.	Импорт.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Внутренний кредит в реальном выражении.
Текущий счет платежного баланса.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Экспорт.	
Денежный мультипликатор.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс потребительских цен.	

«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Эстонии, говорят о том, что в III квартале ситуация в экономике стабилизировалась. Беспокойство вызывает лишь расширение импорта, а также снижение внутреннего кредита в реальном выражении. По всей видимости, в среднесрочном периоде серьезные проблемы в финансовом секторе страны маловероятны.

## Переходные экономики стран Центральной и Восточной Европы

### Албания

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.
Денежный мультипликатор.	
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.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Текущий счет платежного баланса.	
Индекс потребительских цен.	
Золотовалютные резервы.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Албании, свидетельствуют о том, что вероятность возникновения кризиса в III квартале оставалась низкой. Поведение всех индикаторов-предвестников кризиса было стабильно и не демонстрировало резких изменений, которые свидетельствовали бы о приближении финансовой нестабильности. 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 состояние финансового сектора страны в среднесрочном периоде останется стабильным.

### Болгария

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

<b>прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>	<b>финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>
Импорт.	Индекс потребительских цен.
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Экспорт.	
Текущий счет платежного баланса.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	
Золотовалютные резервы.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	

Ситуация в финансовом секторе экономики Болгарии в III квартале стабилизировалась. Неблагоприятной тенденцией квартала стало лишь ускорение инфляции. На фоне благоприятной динамики остальных индикаторов мониторинга мы оцениваем вероятность возникновения финансовой нестабильности в Болгарии в ближайшее время как невысокую.

### *Венгрия*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>
Индекс давления на валютный рынок.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Золотовалютные резервы.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Реальный эффективный курс.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	
Текущий счет платежного баланса.	
Денежный мультипликатор.	
Экспорт.	
Индекс промышленного производства.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Импорт.	
Индекс потребительских цен.	

По результатам анализа индикаторов-предвестников финансовой нестабильности можно сделать вывод о том, что в III квартале 2010 года вероятность наступления финансового кризиса в Венгрии не выросла. Неблагоприятными тенденциями июля – сентября стали лишь отрицательные темпы экономического роста. Таким образом, основываясь на анализе всей системы индикаторов, мы полагаем, что вероятность

развития финансовой нестабильности в Венгрии в ближайшее время является невысокой.

### *Польша*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>
Индекс промышленного производства.	Текущий счет платежного баланса.
Индекс давления на валютный рынок.	
Импорт.	
Экспорт.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Реальный эффективный курс.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Золотовалютные резервы.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	

По результатам анализа индикаторов-предвестников кризиса можно сделать вывод о том, что в финансовом секторе Польши в III квартале 2010 года сохранялась стабильность. В числе индикаторов-предвестников, подавших сигнал о росте вероятности возникновения финансовой нестабильности, можно отметить лишь сальдо текущего счета платежного баланса, которое по итогам рассматриваемого периода значительно сократилось. На настоящий момент мы оцениваем вероятность финансового кризиса в Польше в ближайшее время как невысокую.

### *Румыния*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>
Индекс промышленного производства.	Темп роста ВВП в реальном выражении
Золотовалютные резервы.	
Реальный эффективный курс.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Экспорт.	
Импорт.	
Индекс потребительских цен.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	
Текущий счет платежного баланса	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Румынии, свидетельствуют о том, что вероятность возникновения кризиса в ближайшее время сравнительно невелика. Лишь динамика ВВП в реальном выражении

свидетельствует о том, что вероятность возникновения финансовой нестабильности в Румынии в среднесрочном периоде повысилась. В то же время в целом вероятность возникновения финансовой нестабильности в стране в среднесрочном периоде при отсутствии внешних шоков можно оценить как невысокую.

### Словакия

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>
Индекс промышленного производства.	Текущий счет платежного баланса.
Импорт.	
Реальный эффективный курс.	
Индекс потребительских цен.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Золотовалютные резервы.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Экспорт.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Словакии, говорят о том, что вероятность возникновения кризиса в стране в III квартале практически не изменилась. При этом в числе негативных тенденций, которые бы свидетельствовали о росте финансовой нестабильности, отметим лишь рост отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса. Таким образом, поведение индикаторов-предвестников позволяет утверждать, что финансовый сектор страны продолжает восстанавливаться после мирового финансового кризиса.

### Чехия

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	Импорт
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	Текущий счет платежного баланса
Внутренний кредит в реальном выражении.	Индекс потребительских цен.
Денежный мультипликатор.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Реальный эффективный курс.	
Золотовалютные резервы.	
Индекс промышленного производства.	
Индекс давления на валютный рынок.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	

Экспорт	
---------	--

Индикаторы-предвестники финансовой нестабильности говорят о том, что в финансовой системе Чехии в III квартале ситуация ухудшилась. Среди факторов, сигнализовавших о росте финансовой нестабильности, можно отметить быстрый рост отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса на фоне увеличения импорта, увеличение отношения ставки по кредитам к ставке по депозитам, а также ускорение роста потребительских цен. С учетом продолжающегося восстановления мировой экономики мы оцениваем вероятность возникновения финансовой нестабильности в Чехии в среднесрочном периоде как среднюю.

## Развивающиеся страны Азии, Африки и Латинской Америки

### Аргентина

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Экспорт.
Золотовалютные резервы.	Индекс давления на валютный рынок.
Индекс потребительских цен.	
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.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	
Импорт.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	

Из приведённой 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 сохранении благоприятной ситуации на финансовых рынках. В качестве неблагоприятных тенденций III квартала можно отметить лишь сокращение экспорта и рост индекса давления на валютный рынок. Однако в целом динамика фундаментальных факторов позволяет утверждать, что финансовая нестабильность в стране в среднесрочной перспективе маловероятна.

### *Бразилия*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Импорт.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	Внутренний кредит в реальном выражении.
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	
Условия торговли.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Экспорт.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Текущий счет платежного баланса.	
Индекс потребительских цен.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Золотовалютные резервы.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс промышленного производства.	

В III квартале 2010 года ситуация на финансовом рынке Бразилии стабилизировалась. Восстановительный посткризисный рост продолжился, однако в то же время в стране был зафиксирован быстрый рост импорта в внутреннего кредита в реальном выражении. Такое состояние системы индикаторов-предвестников говорит о небольшой вероятности возникновения проблем в финансовом секторе в среднесрочном периоде.

### *Индонезия*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Импорт.
Индекс потребительских цен.	
Текущий счет платежного баланса.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Экспорт.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Золотовалютные резервы.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	



Большинство рассматриваемых индикаторов финансовой стабильности свидетельствует в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Индонезии за III квартал не увеличилась. Выявленной неблагоприятной тенденцией стал только рост импорта. В среднесрочной перспективе можно оценить вероятность возникновения проблем в финансовой системе Индонезии как невысокую.

### *Южная Корея*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>
Индекс промышленного производства.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Условия торговли.	
Экспорт.	
Индекс давления на валютный рынок.	
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.	
Золотовалютные резервы.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Импорт.	

Все рассматриваемые индикаторы финансовой стабильности свидетельствуют в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Южной Кореи в III квартале не выросла. В такой ситуации вероятность возникновения финансовой нестабильности в среднесрочном периоде мы оцениваем как невысокую.

### *Малайзия*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>
Индекс давления на валютный рынок.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Текущий счет платежного баланса.	
Реальный эффективный курс.	
Индекс потребительских цен.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Золотовалютные резервы.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Экспорт.	
Индекс промышленного производства.	

Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.	
Импорт.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	

В III квартале вероятность возникновения финансовой нестабильности в Малайзии оставалась низкой. Ни один из рассматриваемых индикаторов кроме спреда между внутренней и внешней ставками процента не свидетельствовал о росте вероятности возникновения финансовой нестабильности в стране. В целом, можно утверждать, что в среднесрочном периоде Малайзия вряд ли столкнется с серьезными проблемами в финансовом секторе.

### *Мексика*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>
Экспорт.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
Индекс промышленного производства.	Текущий счет платежного баланса.
Золотовалютные резервы.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Денежный мультипликатор.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Индекс потребительских цен.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Спред между внутренней и внешней ставками процента.	
Импорт.	
Индекс давления на валютный рынок.	

Вероятность кризиса в финансовой системе Мексики в течение второго квартала выросла. В числе индикаторов, подавших сигнал об увеличении вероятности возникновения финансовой нестабильности, отметим отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам, сальдо текущего счета платежного баланса, а также «избыточное» предложение денег в реальном выражении. В среднесрочном периоде мы оцениваем вероятность возникновения финансовой нестабильности в Мексике как среднюю.

### Таиланд

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>
Индекс потребительских цен.	Импорт.
Золотовалютные резервы.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Экспорт.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Текущий счет платежного баланса.	

В III квартале состояние финансового сектора Таиланда оставалось стабильным. О росте вероятности возникновения финансовой нестабильности сигнализировали только два индикатора: импорт и спрэд между внутренней и внешней ставками процента. В среднесрочном периоде мы оцениваем вероятность возникновения финансовой нестабильности в Таиланде как невысокую.

### ЮАР

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в III квартале 2010 года.</b>
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	Текущий счет платежного баланса.
Денежный мультипликатор.	Экспорт.
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Индекс потребительских цен.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	
Золотовалютные резервы.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Импорт.	

Как показывает проведенный нами анализ, ситуация в финансовом секторе ЮАР в III квартале 2010 года оставалась стабильной. О росте вероятности возникновения

финансовой нестабильности в стране свидетельствовала динамика только текущего счета платежного баланса и экспорта. На наш взгляд, вероятность возникновения проблем в финансовом секторе страны в среднесрочном периоде невысока.

## **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 2010 года, показал, что в большинстве рассмотренных стран ситуация в финансовом секторе оставалась стабильной. Основными причинами такого развития событий стало продолжение восстановления мировой экономики при сохранении мягкой денежно-кредитной политики ведущими мировыми центральными банками.

В то же время во многих странах проблемы продолжались. Более того, долговые проблемы в ЕС продолжают создавать угрозу экономической стабильности в мировом масштабе. Также необходимо отметить, что значительные антикризисные расходы правительства по всему миру не только способствовали восстановлению экономической активности, но и привели к увеличению рисков образованию новых «пузырей» на финансовых рынках, а также сформировали значительные бюджетные дефициты. В целом, наш анализ говорит о том, что восстановление экономик в развивающихся странах не будет быстрым. В среднесрочном периоде вполне вероятно возникновение отдельных эпизодов финансовой нестабильности.

Что касается странового аспекта проведенного анализа, то наименьшие шансы на ухудшение экономической ситуации и дальнейшее развитие финансовой нестабильности были зафиксированы в Южной Корее. Очевидно, что финансовая система данной страны быстро восстановилась после кризиса. Однако рост ее экономики во многом опирается на восстановление экономик-потребителей ее экспорта. Если эти страны столкнутся с новыми проблемами, то Южной Корее сложностей также не избежать.

Что касается стран, в которых риски возникновению финансовой нестабильности все еще особенно высоки, то к числу таких стран можно отнести Белоруссию, Литву, Латвию, Мексику и Чехию. Причем страны Балтии уже не первый квартал попадают в данную группу, что говорит о затяжном характере их проблем. В то же время практически все остальные страны также периодически сталкиваются с ухудшением ситуации в финансовом секторе вследствие неустойчивого характера восстановления экономик после кризиса.

Что касается финансового сектора России, то в IV квартале 2010 года ситуация в финансовой системе РФ в целом оставалась стабильной. В то же время, как мы и

предполагали, отдельные проблемы в финансовом секторе страны все же возникали, что было связано, прежде всего, с нестабильностью на валютном рынке. В результате быстрого роста импорта и сокращения сальдо текущего счета платежного баланса при одновременном оттоке капитала в сентябре – октября было зафиксировано достаточно быстрое ослабление рубля. Однако возобновление роста цен на энергоносители в декабре привело к стабилизации ситуации на валютном рынке.

На протяжении IV квартала 2010 года лишь три из одиннадцати индикаторов подавали сигнал – «избыточное» предложение денег в реальном выражении, а также золотовалютные резервы и индекс давления на валютный рынок. Быстрое расширение денежного предложения вследствие растущего бюджетного дефицита и монетизации торгового сальдо платежного баланса создает предпосылки для дальнейшего ускорения инфляции, которая и так после неблагоприятного шока совокупного предложения (засуха) значительно ускорилась. Высокая инфляция, на наш взгляд, является одной из главных угроз финансовой стабильности в среднесрочном периоде.

Сигнал, поданный в ноябре динамикой золотовалютных резервов и индекса давления на валютный рынок, объясняется сокращением сальдо текущего счета платежного баланса в результате роста импорта при сохранении чистого оттока капитала из РФ, что привело к ослаблению рубля. Рост цен на нефть, стоимость которой в декабре 2010 года практически достигла 100 долл. за баррель, позволил на какое-то время решить данную проблему, однако в принципе платежный баланс РФ остается уязвимым.

Зафиксированное нами состояние системы индикаторов-предвестников соответствует вероятности увеличения масштабов финансовой нестабильности в течение ближайших одного-двух кварталов на уровне порядка 3 – 4%. Данный результат говорит о том, что в течение следующих одного – двух кварталов маловероятна.

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

### 1) Текущий счет платежного баланса РФ

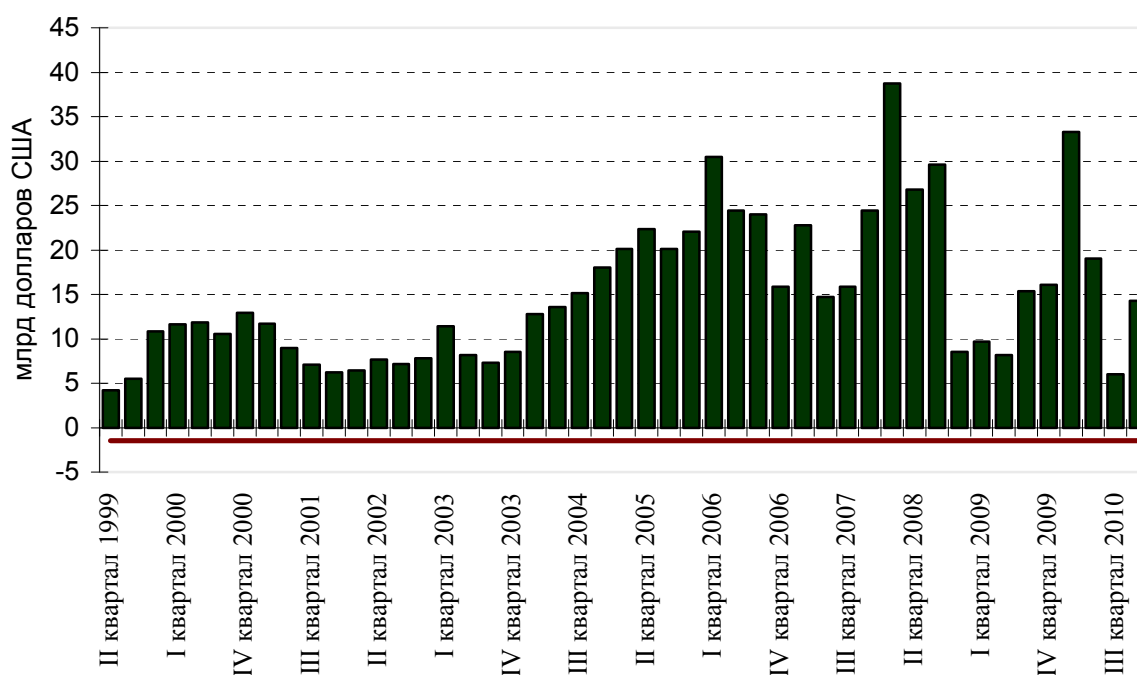


Рисунок 1. Сальдо текущего счета платежного баланса РФ в 1999 – 2010 гг. (млрд долларов США)

### 2) Реальная ставка процента на внутреннем рынке

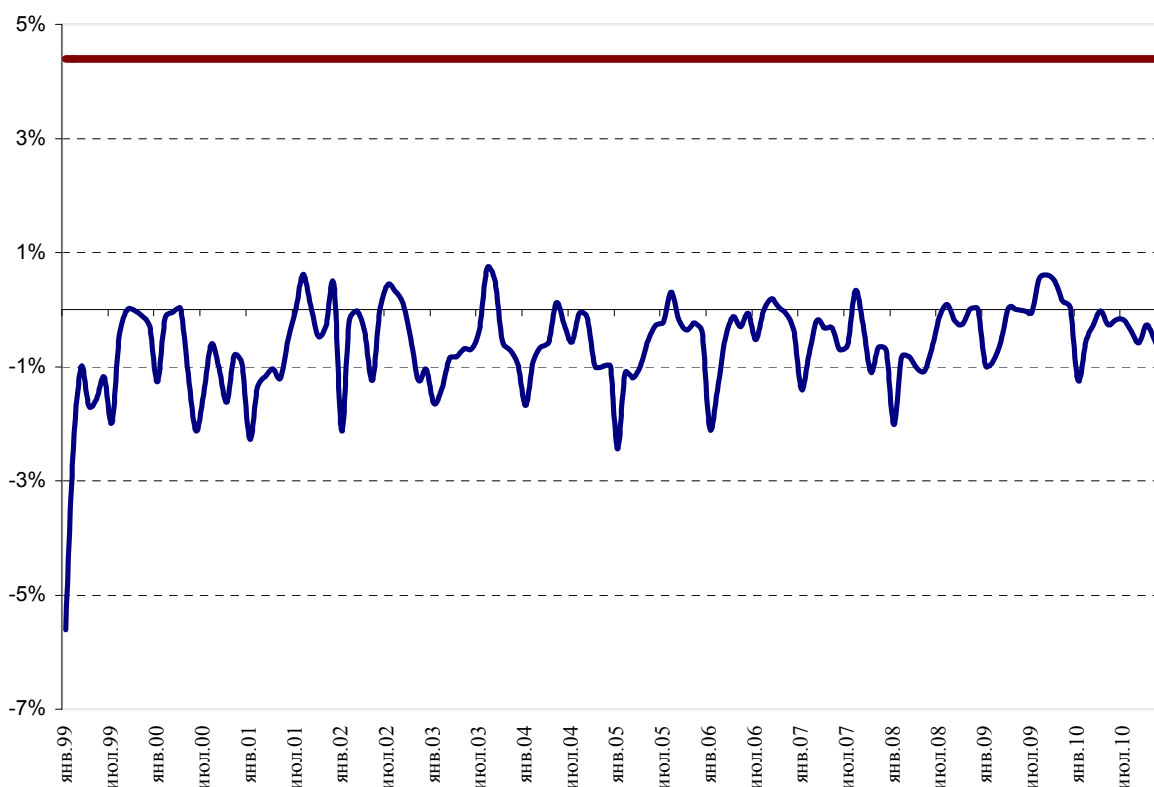


Рисунок 2. Реальная процентная ставка на рынке МБК в 1999 – 2010 гг.

3) Отношение денежной массы к золотовалютным резервам

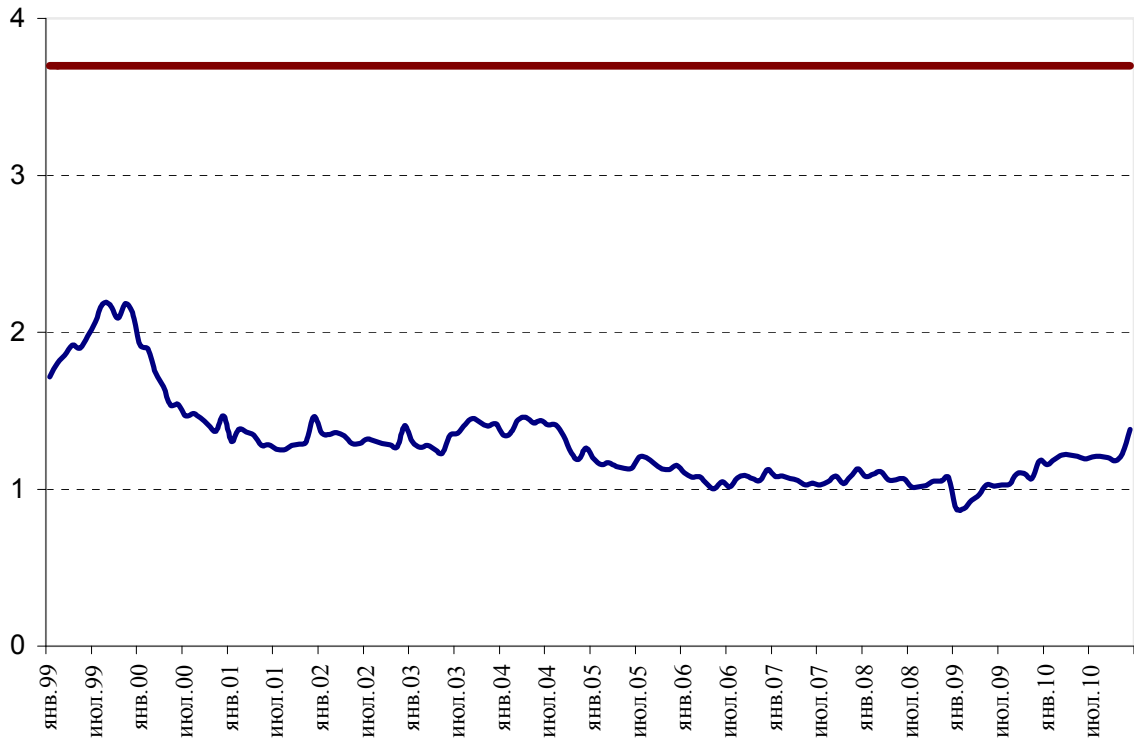


Рисунок 3. Отношение денежной массы к золотовалютным резервам в 1999 – 2010 гг.

4) Реальный эффективный курс рубля

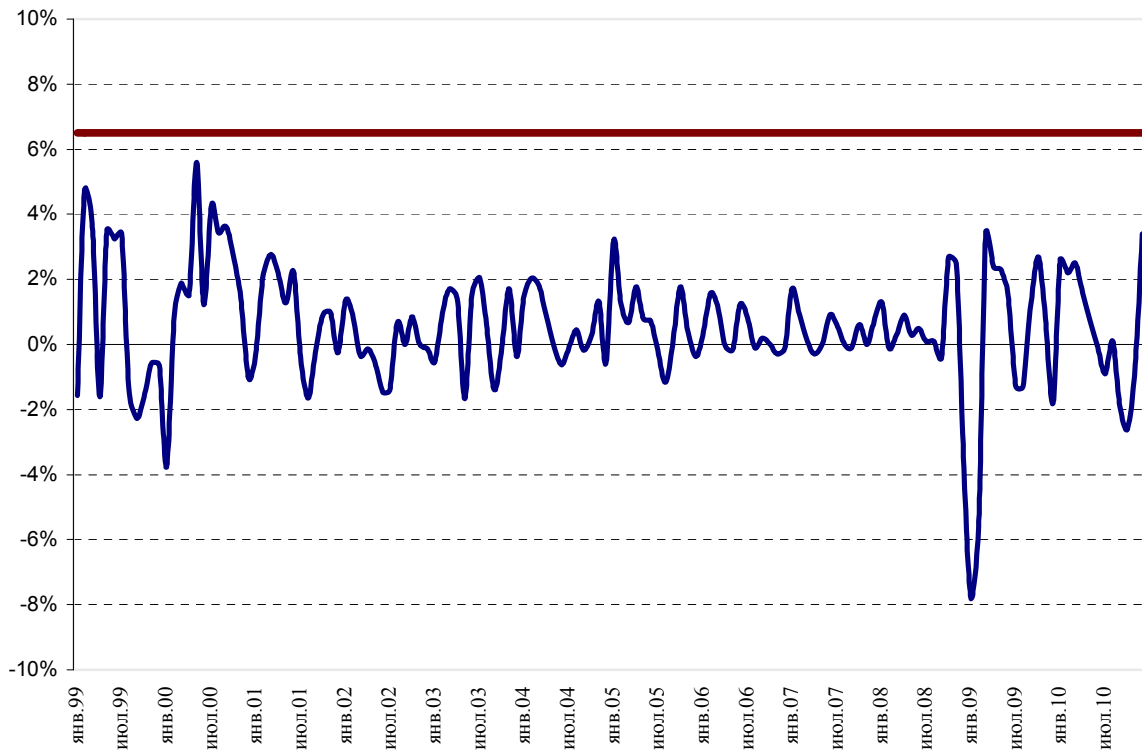


Рисунок 4. Темп прироста реального эффективного курса рубля в 1999 – 2010 гг.



5) «Избыточное» предложение денег в реальном выражении

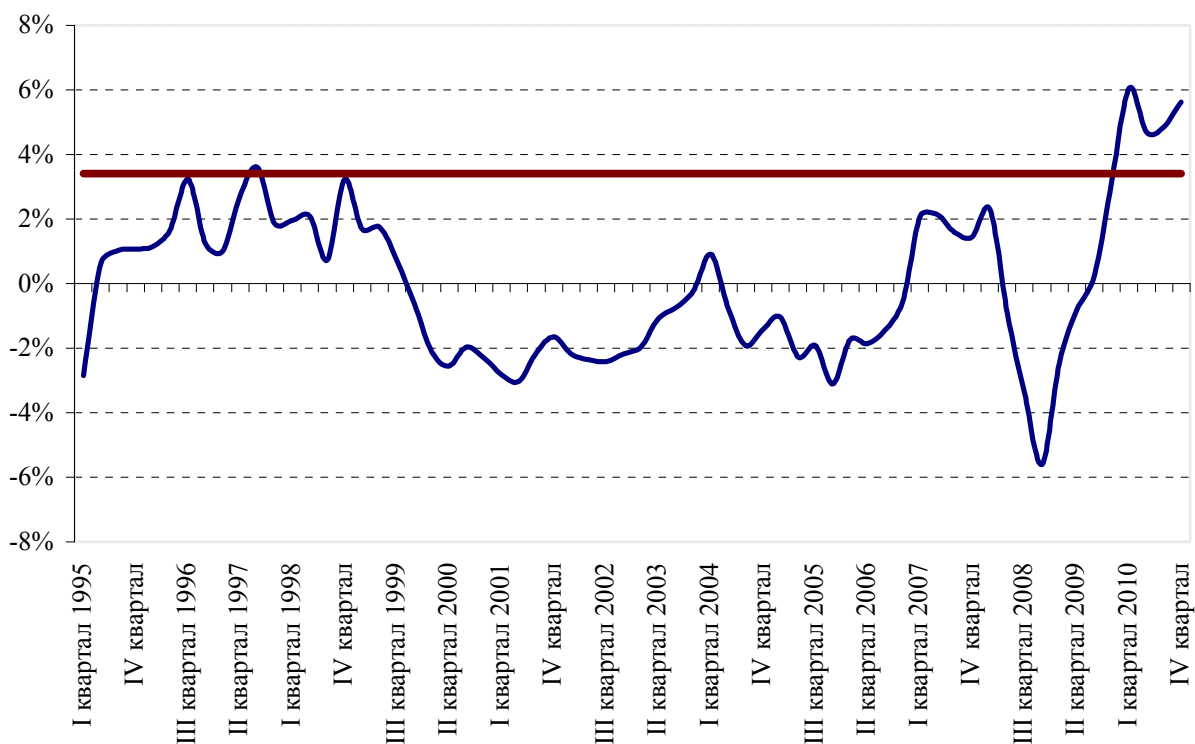


Рисунок 5. «Избыточное» предложение денег в реальном выражении в 1995 – 2010 гг. (% ВВП)

б) Спрэд между внутренней и внешней ставкой процента

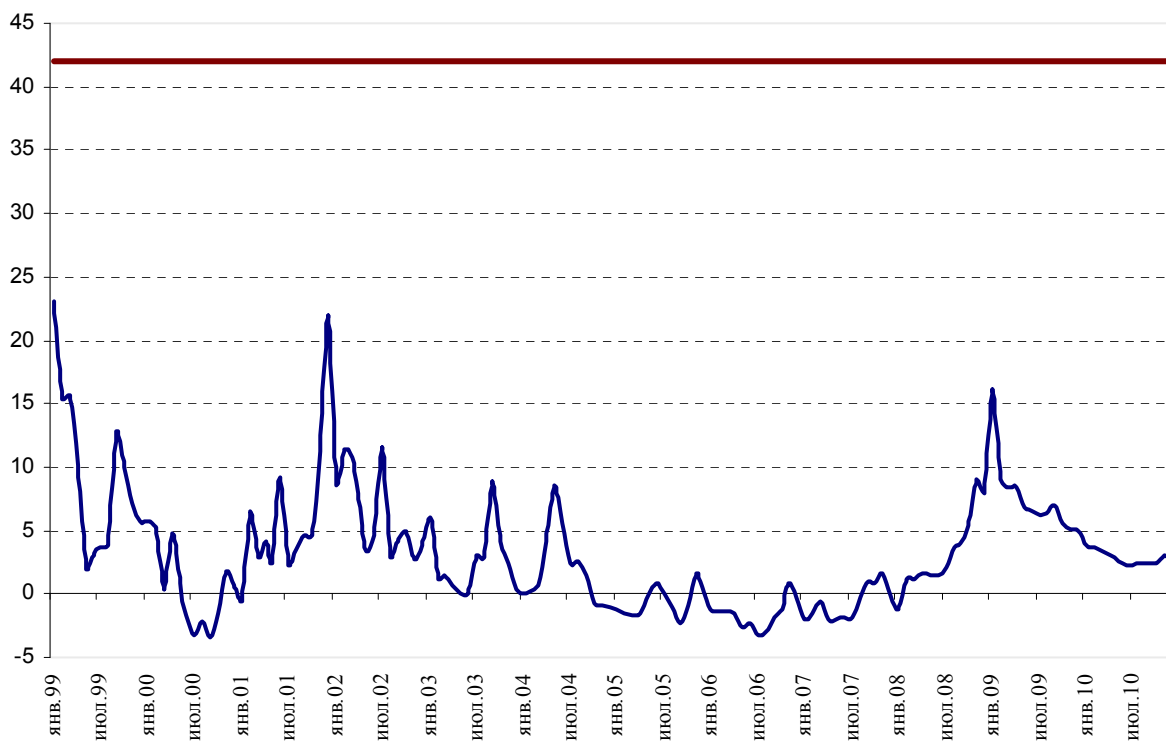


Рисунок 6. Спрэд между внутренней и внешней ставками процента в 1999 – 2010 гг. (п.п.)

7) Темп роста ВВП в реальном выражении

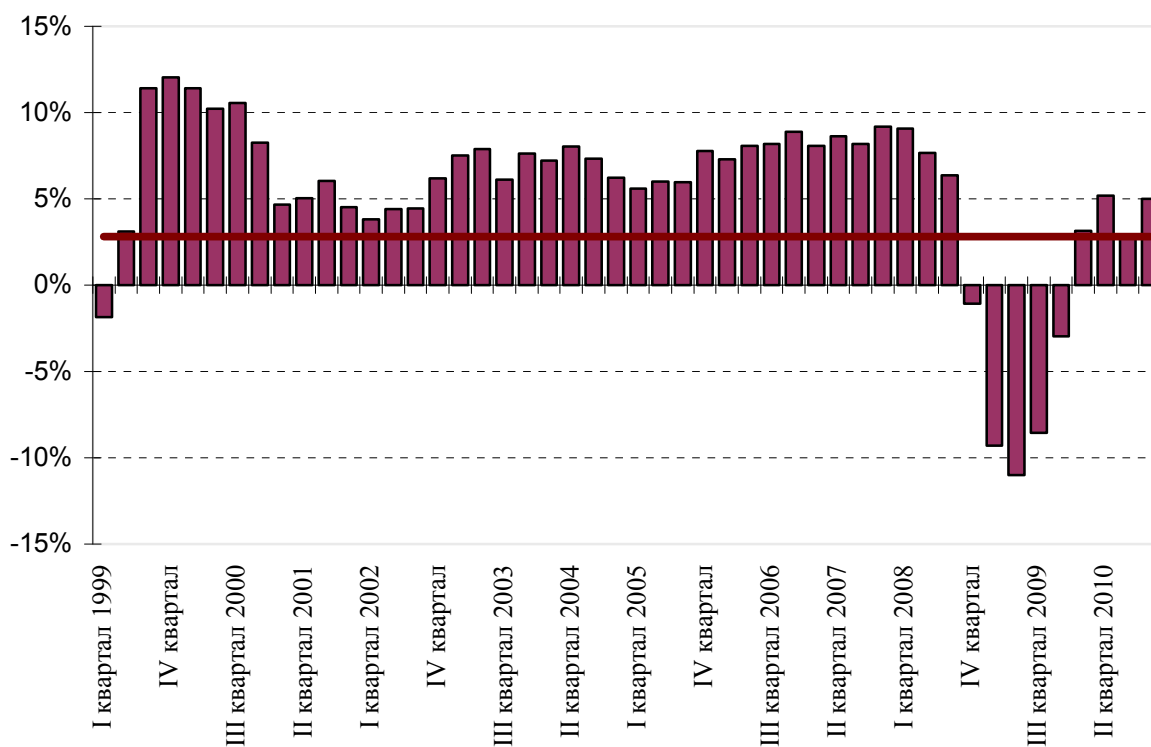


Рисунок 7. Темп прироста ВВП в реальном выражении в 1999 – 2010 гг.

8) Условия торговли

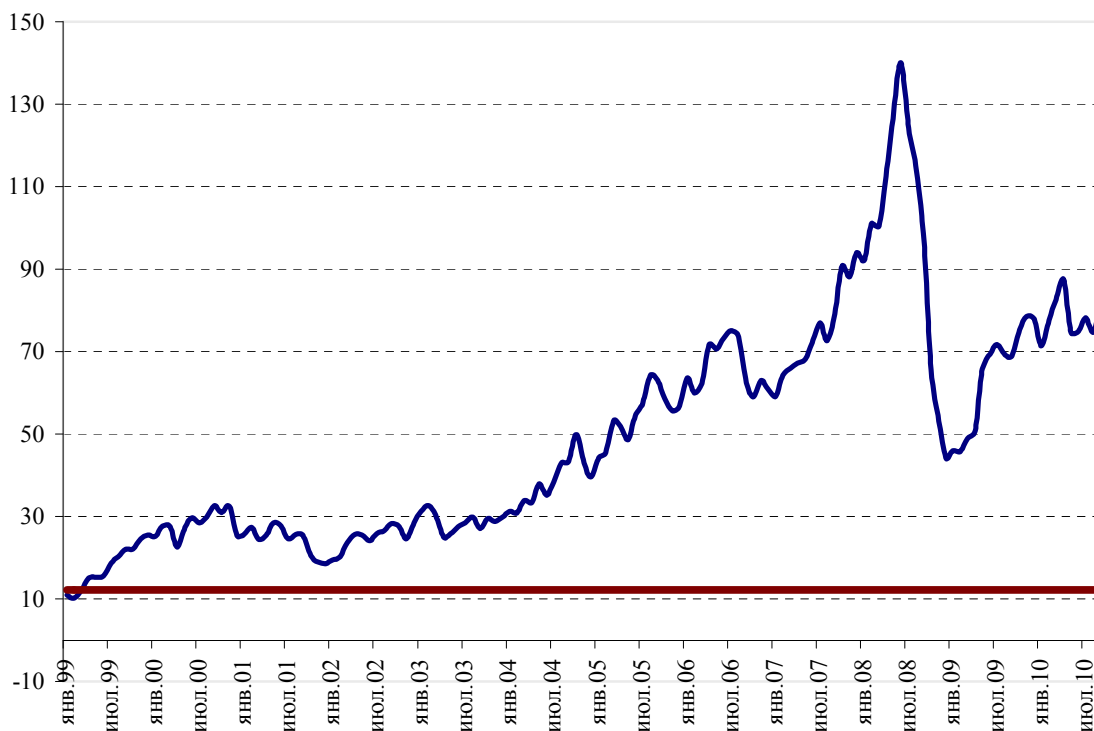


Рисунок 8. Цена на нефть марки «Брент» в 1999 – 2010 гг. (долларов США за баррель)

9) Денежный мультипликатор

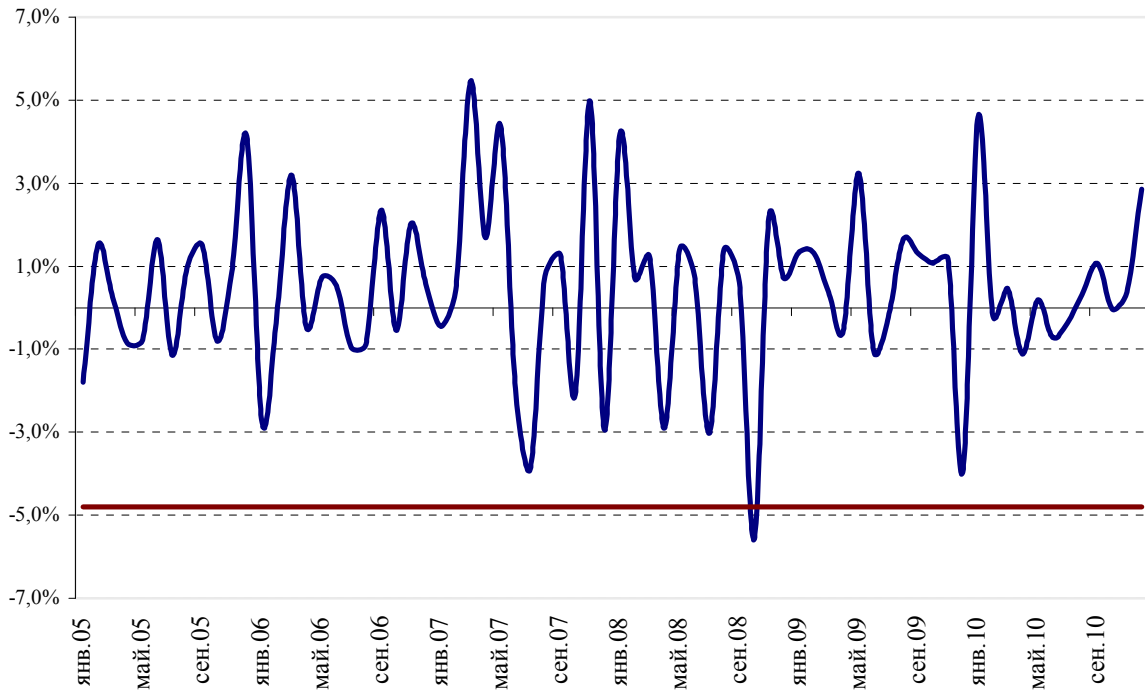


Рисунок 9. Денежный мультипликатор из РФ в 2005 – 2010 гг. (млрд. долларов США)

10) Золотовалютные резервы

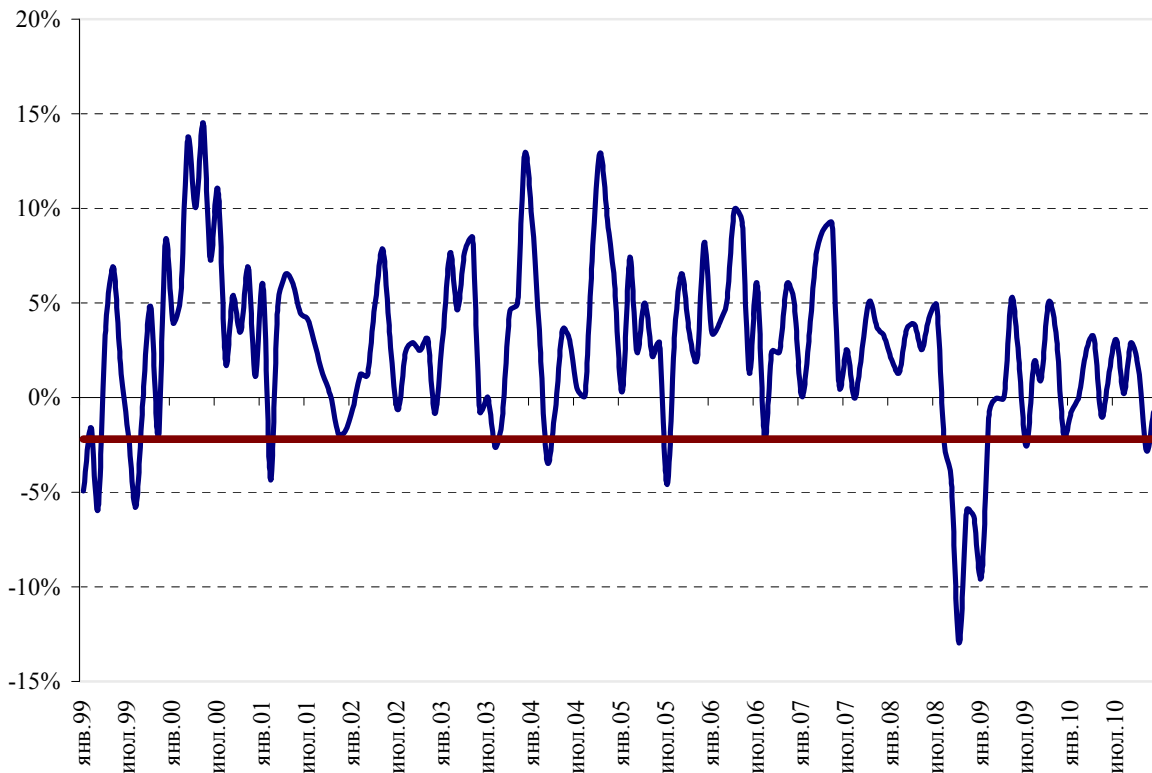


Рисунок 10. Темп прироста золотовалютных резервов РФ в 1999 – 2010 гг.

11) Индекс давления на валютный рынок

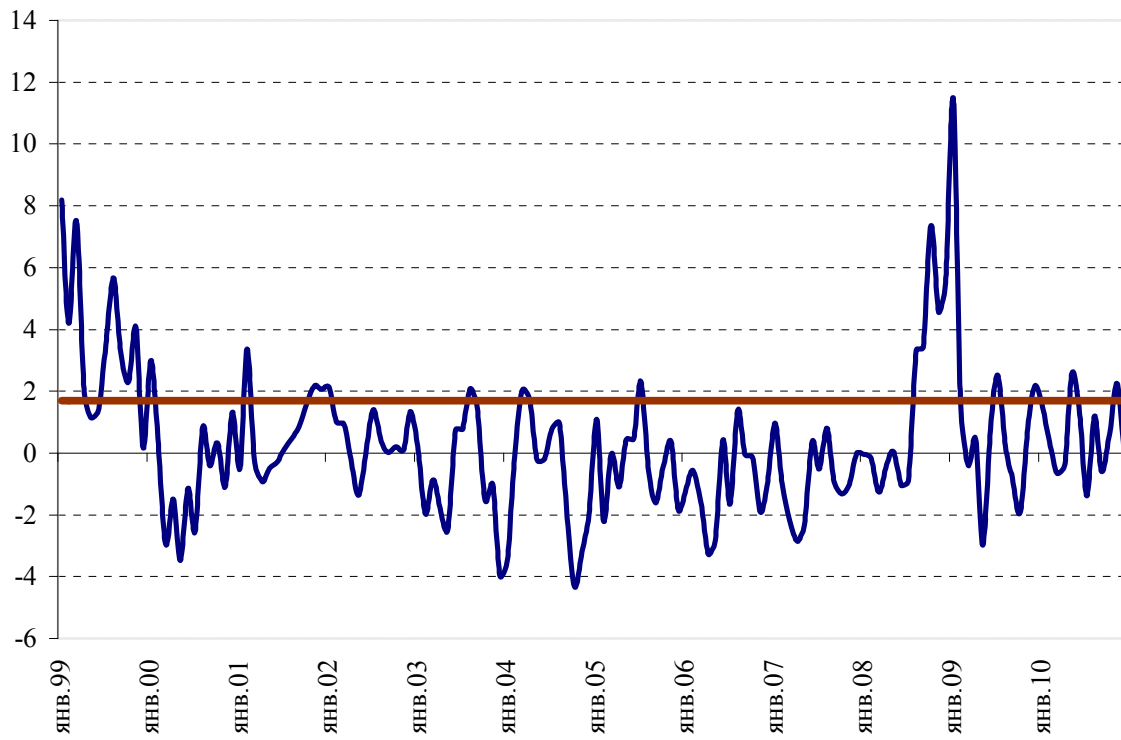


Рисунок 13. Индекс давления на валютный рынок в 1999 – 2010 гг.