

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 неустойчивости

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

² Предварительная оценка.

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

⁴ База данных International Financial Statistics.

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

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

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

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

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

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

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

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

⁸ Индекс представляет собой среднее взвешенное значение трех показателей:

- 1) темп прироста курса национальной валюты за месяц, \mathcal{E} ;
- 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:

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

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

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

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

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

Перейдем к рассмотрению результатов мониторинга финансовой стабильности в отдельных странах.

Российская Федерация

Результаты применения методологии количественного анализа приведены в таблице ниже, где указаны значения, которые принимали индикаторы-предвестники финансовой нестабильности в III квартале 2009 – I 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 в III квартале 2009 – I квартале 2010 гг.

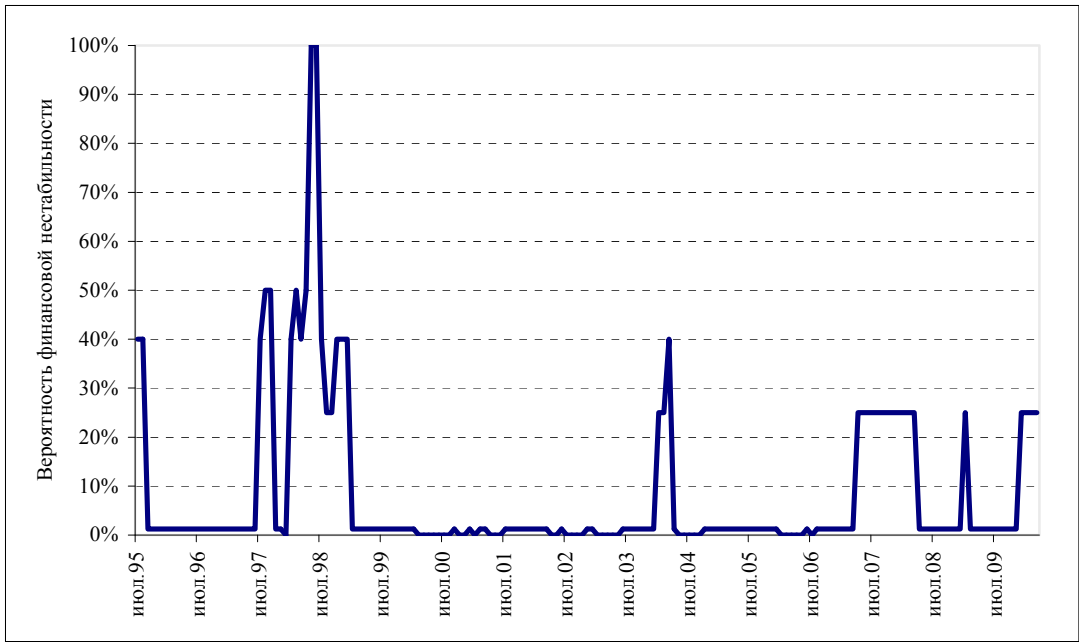
Индикатор	Пороговое значение	III квартал 2009		IV квартал 2009		I квартал 2010	
		Значение индикатора	Сигнал	Значение индикатора	Сигнал	Значение индикатора	Сигнал
Сальдо текущего счета платежного баланса	– 1,5 млрд. долл.	15,7 млрд. долларов	0	16,3 млрд. долларов	0	33,9 млрд. долларов	0
Реальная процентная ставка на рынке МБК	4,4%	0,6%	0	0,0%	0	– 0,3%	0
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам	3,7	1,1	0	1,2	0	1,2	0
Реальный эффективный курс рубля	+ 6,5%	+ 1,2%	0	– 1,8%	0	+ 2,4%	0
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	2,2% ВВП	0,6% ВВП	0	4,7% ВВП	1	7% ВВП	1
Спрэд между внутренней ставкой процента и	40 п.п.	6,98 п.п.	0	4,92 п.п.	0	3,4	0

ставкой LIBOR							
Темп роста ВВП	– 5,2%	– 7,7%	1	– 3,8%	0	4,5%	0
Условия торговли (цены на нефть марки «Брент»)	12,1 долл. за баррель	68,9 долл. за баррель	0	77,9 долл. за баррель	0	82,5 долл. за баррель	0
Бегство капитала	– 8,3 млрд. долл.	– 5,2 млрд. долларов	0	– 4,9 млрд. долларов	0	– 17,3 млрд. долларов	1
Золотовалютные резервы	– 2,2%	+ 0,9%	0	– 2%	0	2,5%	0
Экспорт	– 5,7%	– 34,3%	1	19,7%	0	58,1%	0
Внутренний кредит	1,6%	+ 3,5%	1	+ 12,4%	1	+ 0,8%	0
Индекс давления на валютный рынок	1,7	– 0,8	0	2,2	1	– 0,7	0

Как мы и прогнозировали в предыдущих выпусках мониторинга финансовой стабильности, в I квартале 2009 года финансовая система РФ продолжила развиваться достаточно стабильно. В то же время отдельные проблемы в финансовом секторе страны все же возникали, что было связано, прежде всего, с опасениями относительно развития ситуации с долгом Греции и ряда других стран Европы. В I квартале 2010 года лишь два из тринадцати индикаторов подавали сигнал – бегство капитала и «избыточное» предложение денег в реальном выражении.

Значительное ускорение бегства капитала в начале года может означать, что на фоне сохраняющихся высоких рисков и, в то же время, высокого уровня ликвидности в финансовой системе, российские экономические агенты предпочитали выводить средства за границу. Данная тенденция, безусловно, является негативной, и отражает низкую уверенность российских экономических агентов в стабильности дальнейшего экономического развития. Кроме того, зафиксированная величина «избыточного» предложения денег свидетельствует о том, что в краткосрочной перспективе инфляция в РФ вновь может ускориться.

Зафиксированное нами состояние системы индикаторов-предвестников соответствует вероятности увеличения масштабов финансовой нестабильности в течение ближайших одного-двух кварталов на уровне порядка 20 – 25% (см. рисунок). Данный результат говорит о том, что в течение следующих трех – пяти месяцев 2010 гг. 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 IV квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2009 года.
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	Текущий счет платежного баланса.
Реальный эффективный курс.	Внутренний кредит в реальном выражении.
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	Индекс потребительских цен.
Импорт.	
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.	
Золотовалютные резервы.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Индекс промышленного производства.	
Экспорт.	

В IV квартале 2009 года ситуация в экономике Армении оставалась стабильной. В то же время негативными тенденциями октября – декабря стали ускорение инфляции, ухудшение текущего счета платежного баланса, а также быстрое расширение внутреннего кредита в реальном выражении. Следовательно, лишь 3 из 16 индикаторов подали сигнал о росте вероятности возникновения финансовой нестабильности. Таким образом, серьезные проблемы в экономике страны маловероятны, однако финансовый сектор Армении может столкнуться с отдельными трудностями.

Белоруссия

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

Большинство рассмотренных индикаторов-предвестников финансовой нестабильности свидетельствует о небольшой вероятности наступления финансового кризиса в ближайшем будущем. В то же время в IV квартале 2009 года вновь снизилось сальдо текущего счета платежного баланса, на фоне быстрого расширения импорта. Данная тенденция в краткосрочной перспективе будет оказывать давление на национальную валюту и может создать определенные сложности для финансовой системы страны.

Казахстан

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

В четвертом квартале 2009 гг. ситуация на финансовом рынке Казахстана оставалась спокойной. Единственной неблагоприятной тенденцией стало сокращение депозитов в реальном выражении на фоне стагнации кредитования реального сектора экономики. В целом, значительная зависимость экономики Казахстана от внешнеэкономической конъюнктуры, скорее всего, приведет к медленному восстановлению экономики страны в случае углубления новых проблем в мировой экономике.

Латвия

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

Текущий счет платежного баланса.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
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 значительное падение ВВП в реальном выражении, а также снижение реального внутреннего кредита. В совокупности индикаторы финансовой стабильности указывают на то, что серьезного ухудшения ситуации в ближайшем будущем ожидать вряд ли стоит, однако до полного восстановления еще далеко. Кроме того, ухудшение ситуации в мире может вновь подорвать финансовую стабильность в Латвии.

Литва

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

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Литвы, свидетельствуют о том, что в финансовом секторе страны продолжали развиваться негативные тенденции. В частности, неблагоприятными тенденциями IV квартала стали расширение увеличения индекса давления на валютный рынок, снижение золотовалютных резервов и внутреннего кредита в реальном выражении, продолжение рецессии, а также рост «избыточного» предложения денег в реальном выражении.

Таким образом, можно предположить, что финансовый сектор Литвы ожидают серьезные трудности.

Украина

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2009 года.
Импорт.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Реальный эффективный курс.	Золотовалютные резервы.
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.	
Текущий счет платежного баланса.	

Исходя из результатов анализа индикаторов-предвестников кризиса, можно сделать вывод о том, что вероятность наступления финансового кризиса в Украине в ближайшее время по итогам IV квартала не изменилась. Неблагоприятными тенденциями квартала стали продолжение рецессии в экономике и снижение золотовалютных резервов. В среднесрочной перспективе финансовая система страны будет восстанавливаться после кризиса, однако можно ожидать отдельных эпизодов финансовой нестабильности в случае возникновения проблем в мировой экономике.

Эстония

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

резервам.	
Индекс потребительских цен.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Эстонии, говорят о том, что за IV квартал ситуация в экономике ухудшилась. Беспокойство вызывает снижение ВВП, рост отношения ставки по кредитам к ставке по депозитам, «избыточного» предложения денег в реальном выражении, а также сокращение внутреннего кредита в реальном выражении. По всей видимости, в среднесрочном периоде финансовый сектор страны еще может столкнуться с финансовой нестабильностью.

Переходные экономики стран Центральной и Восточной Европы

Албания

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2009 года.
Денежный мультипликатор.	Индекс потребительских цен.
Темп роста депозитов в реальном выражении.	Золотовалютные резервы.
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.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Албании, свидетельствуют о том, что вероятность возникновения кризиса в IV квартале выросла. Несмотря на то что поведение большинства индикаторов-предвестников кризиса было стабильно и не демонстрировало резких изменений, которые свидетельствовали бы о приближении финансовой нестабильности, все же в четвертом квартале 2009 года сократились золотовалютные резервы и ускорилась инфляция.

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 прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2009 года.
Индекс потребительских цен.	Экспорт.
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	Темп роста ВВП в реальном выражении
Индекс промышленного производства.	Текущий счет платежного баланса.
Золотовалютные резервы.	Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.
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.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Импорт.	

Ситуация в финансовом секторе экономики Болгарии остается непростой. Неблагоприятными тенденциями являются снижение экспорта, сальдо текущего счета платежного баланса, ВВП в реальном выражении, а также увеличение отношения ставки по кредитам к ставке по депозитам. На фоне благоприятной динамики остальных индикаторов мониторинга мы оцениваем вероятность возникновения финансовой нестабильности в Болгарии в ближайшее время как среднюю. Однако, безусловно, сложная экономическая ситуация в ЕС накладывает отпечаток на развитие финансового сектора Болгарии.

Венерия

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

Экспорт.	
Индекс промышленного производства.	

По результатам анализа индикаторов-предвестников финансовой нестабильности можно сделать вывод о том, что в IV квартале 2009 года вероятность наступления финансового кризиса в Венгрии не выросла. При этом негативными тенденциями стали только продолжение рецессии, а также ускорение инфляции. Таким образом, основываясь на анализе всей системы индикаторов, мы полагаем, что вероятность развития финансовой нестабильности в Венгрии в ближайшее время является невысокой.

Польша

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

По результатам анализа индикаторов-предвестников кризиса можно сделать вывод о том, что в финансовом секторе Польши в IV квартале 2009 года сохранялась стабильность. Неблагоприятной тенденцией стало лишь снижение сальдо текущего счета платежного баланса. На настоящий момент мы оцениваем вероятность финансового кризиса в Польше в ближайшее время как невысокую. Однако, проблемы Греции могут оказать на финансовый сектор Польши серьезное негативное влияние.

Румыния

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

Внутренний кредит в реальном выражении.	
Экспорт.	
Импорт.	
Индекс потребительских цен.	

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Румынии, свидетельствуют о том, что вероятность возникновения кризиса в ближайшее время сравнительно невелика. В то же время динамика ВВП в реальном выражении, а также «избыточного» предложения денег в реальном выражении свидетельствует о том, что вероятность возникновения финансовой нестабильности в Румынии в среднесрочном периоде повысилась. Кроме того, учитывая серьезные проблемы в финансовом секторе ЕС, можно предположить, что Румыния может столкнуться с проблемами в данной сфере.

Словакия

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

Результаты анализа показателей, характеризующих состояние экономики Словакии, говорят о том, что вероятность возникновения кризиса в стране в IV квартале практически не изменилась. Из негативных тенденций можно отметить лишь расширение отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса, а также продолжение рецессии. Таким образом, поведение индикаторов-предвестников позволяет утверждать, что финансовый сектор страны постепенно восстанавливается после мирового финансового кризиса. В то же время, необходимо понимать, что новые проблемы в ЕС могут оказать на него негативное влияние.

Чехия

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

Индикаторы-предвестники финансовой нестабильности говорят о том, что в финансовой системе Чехии в IV квартале сохранялась напряженность. В частности, в стране продолжалось сокращение ВВП в реальном выражении, а также наблюдался рост «избыточного» предложения денег в реальном выражении и увеличение отношения ставки по кредитам к ставке по депозитам. Отмеченные тенденции указывают на то, что финансовый сектор Чехии в ближайшее время может столкнуться с трудностями.

Развивающиеся страны Азии, Африки и Латинской Америки

Аргентина

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2009 года.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Индекс потребительских цен.
Золотовалютные резервы.	
Текущий счет платежного баланса.	
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
«Избыточное» предложение денег 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 одновременном сохранении положительного сальдо текущего счета платежного баланса. Таким образом, динамика фундаментальных факторов позволяет утверждать, что финансовая нестабильность в стране в среднесрочной перспективе маловероятна.

Бразилия

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

В IV квартале 2009 года ситуация на финансовом рынке Бразилии улучшилась. Страна в значительной мере пострадала от мирового финансового кризиса, однако в конце 2009 года восстановительный рост набирал силу. Единственной неблагоприятной тенденцией квартала стал рост «избыточного» предложения денег в реальном выражении. Зафиксированное нами состояние системы индикаторов-предвестников свидетельствует в пользу сохранения финансовой стабильности в среднесрочном периоде.

Индонезия

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

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

Большинство рассматриваемых индикаторов финансовой стабильности свидетельствует в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Индонезии за IV квартал не увеличилась. Выявленными неблагоприятными тенденциями стали рост «избыточного» предложения денег в реальном выражении, импорта, а также стремительное расширение внутреннего кредита в реальном выражении. В среднесрочной перспективе значительное ухудшение ситуации на финансовом рынке страны представляется маловероятным, однако отдельные эпизоды финансовой нестабильности возможны.

Южная Корея

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2009 года.
Индекс промышленного производства.	Текущий счет платежного баланса.
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	Импорт.
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.	

Большинство рассматриваемых индикаторов финансовой стабильности свидетельствуют в пользу того, что вероятность кризиса в финансовой системе Южной Кореи в IV квартале не выросла. Неблагоприятными тенденциями IV квартала для Южной Кореи стали расширение отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса на фоне бурного роста импорта. Вероятность возникновения финансовой нестабильности в среднесрочном периоде мы оцениваем как невысокую.

Малайзия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2009 года.
Индекс давления на валютный рынок.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.
Реальный эффективный курс.	Импорт.
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.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	

В IV квартале вероятность возникновения финансовой нестабильности в Малайзии по сравнению с предыдущим кварталом снизилась. Среди негативных тенденций квартала отметим лишь рост «избыточного» предложения денег в реальном выражении и расширение импорта. В целом, можно утверждать, что в среднесрочном периоде Малайзия вряд ли столкнется с серьезными проблемами в финансовом секторе.

Мексика

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

процента.	
Текущий счет платежного баланса.	
Индекс давления на валютный рынок.	

Вероятность кризиса в финансовой системе Мексики в течение четвертого квартала оставалась на достаточно высоком уровне. Несмотря на восстановление экономики основного торгового партнера (США), в Мексике продолжился спад ВВП в реальном выражении. Кроме того, в стране выросло «избыточное» предложение денег в реальном выражении, увеличился импорт, а также отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам. В среднесрочном периоде финансовый сектор страны может столкнуться с определенными проблемами.

Таиланд

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2009 года.
Текущий счет платежного баланса.	Импорт.
Индекс потребительских цен.	
Золотовалютные резервы.	
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.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	

В IV квартале состояние финансового сектора Таиланда улучшилось. Единственной неблагоприятной тенденцией стал лишь рост импорта. Однако, по всей видимости, данный процесс связан с восстановлением экономики после кризиса. В среднесрочном периоде мы оцениваем вероятность возникновения финансовой нестабильности в Таиланде как невысокую.

ЮАР

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2009 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2009 года.
Экспорт.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	Импорт.
Денежный мультипликатор.	Темп роста депозитов в реальном выражении.

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.	

Как показывает проведенный нами анализ, ситуация в финансовом секторе ЮАР в IV квартале 2009 года несколько ухудшилась. При этом наблюдалось сокращение ВВП в реальном выражении, депозитов в реальном выражении и рост импорта. На наш взгляд, в ближайшее время страна может столкнуться с определенными проблемами в финансовом секторе.

Выводы

Разработанная нами методология была применена для анализа финансовой стабильности в РФ, странах СНГ, государствах Центральной и Восточной Европы, а также в ряде развивающихся стран Азии и Латинской Америки. Анализ, проведенный по итогам IV квартала, показал, что в большинстве рассмотренных стран ситуация в финансовом секторе 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 начало восстановления мировой экономики. В то же время во многих странах рецессия еще не завершилась. Более того, вполне можно ожидать возникновения новых проблем в мировой экономике, которые способны плохо сказаться на финансовой стабильности. 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.

Что касается странового аспекта проведенного анализа, то наименьшие шансы на ухудшение экономической ситуации и дальнейшее развитие финансовой нестабильности были зафиксированы в Казахстане, Польше, Аргентине, Бразилии и Таиланде. Очевидно, что финансовые системы этих стран также серьезно пострадали от кризиса, однако начавшееся восстановление мировой экономики привело к их стабилизации. Что касается стран, в которых риски возникновения финансовой нестабильности все еще высоки, то к числу таких стран можно отнести Армению, Литву, Эстонию, Болгарию, Чехию, Индонезию, Мексику и ЮАР. 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, в I квартале 2009 года финансовая система РФ продолжила развиваться достаточно стабильно. В то же время отдельные проблемы в финансовом секторе страны все же возникали, что было связано, прежде всего, с опасениями относительно развития ситуации с долгом Греции и ряда других

стран Европы. В I квартале 2010 года лишь два из тринадцати индикаторов подавали сигнал – бегство капитала и «избыточное» предложение денег в реальном выражении.

Значительное ускорение бегства капитала в начале года может означать, что на фоне сохраняющихся высоких рисков и, в то же время, высокого уровня ликвидности в финансовой системе, российские экономические агенты предпочитали выводить средства за границу. Данная тенденция, безусловно, является негативной, и отражает низкую уверенность российских экономических агентов в стабильности дальнейшего экономического развития. Кроме того, значительное «избыточное» предложение денег свидетельствует о том, что в краткосрочной перспективе инфляция в РФ вновь может ускориться.

Зафиксированное нами состояние системы индикаторов-предвестников соответствует вероятности увеличения масштабов финансовой нестабильности в течение ближайших одного-двух кварталов на уровне порядка 20 – 25%. Данный результат говорит о том, что в течение следующих трех – пяти месяцев 2010 гг. существует вероятность возникновения некоторых проблем в финансовом секторе РФ.

Приложение 1. Динамика индикаторов-предвестников финансовой нестабильности в РФ

1) Текущий счет платежного баланса РФ

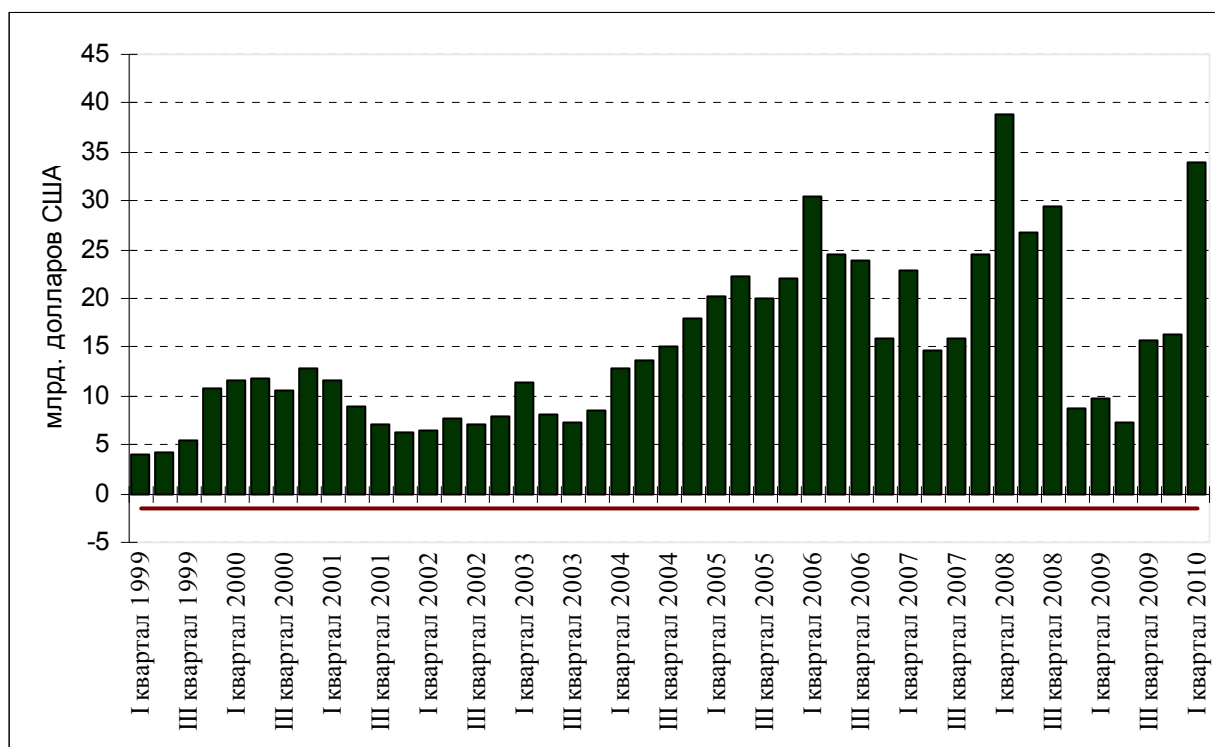


Рисунок 1. Сальдо текущего счета платежного баланса РФ в 1999 – 2010 гг. (млрд. долларов США)

2) Реальная ставка процента на внутреннем рынке

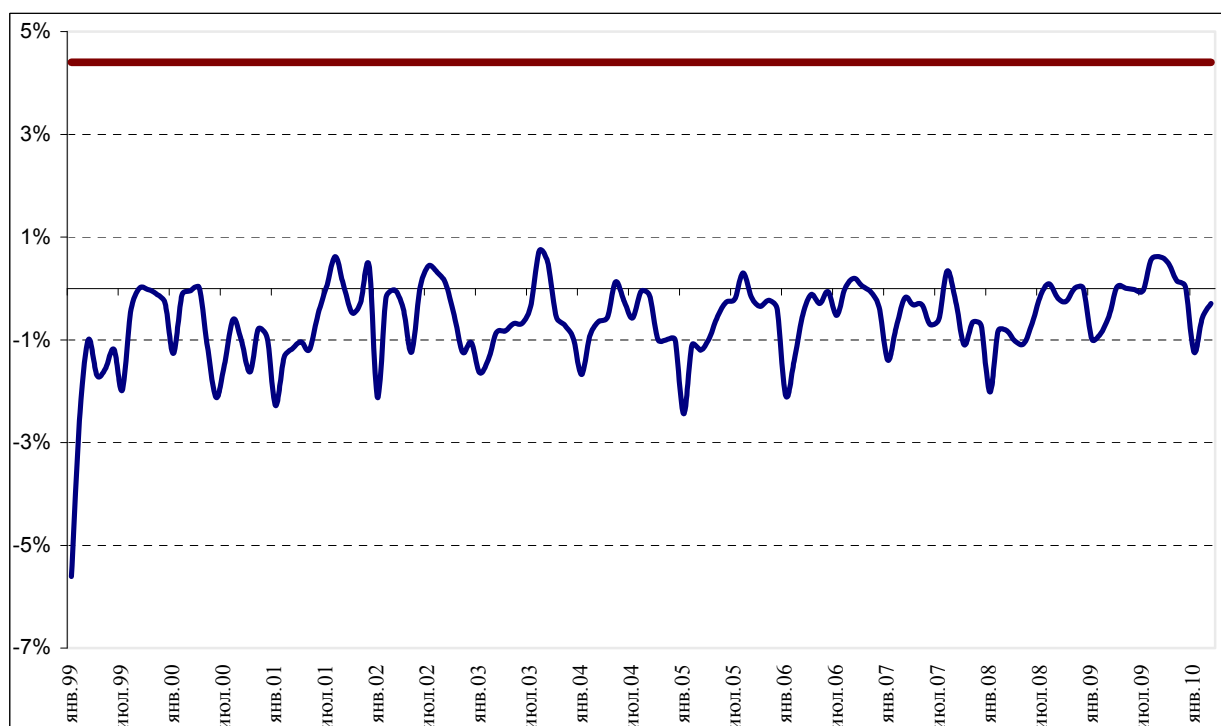


Рисунок 2. Реальная процентная ставка на рынке МБК в 1999 – 2010 гг.

3) Отношение денежной массы к золотовалютным резервам

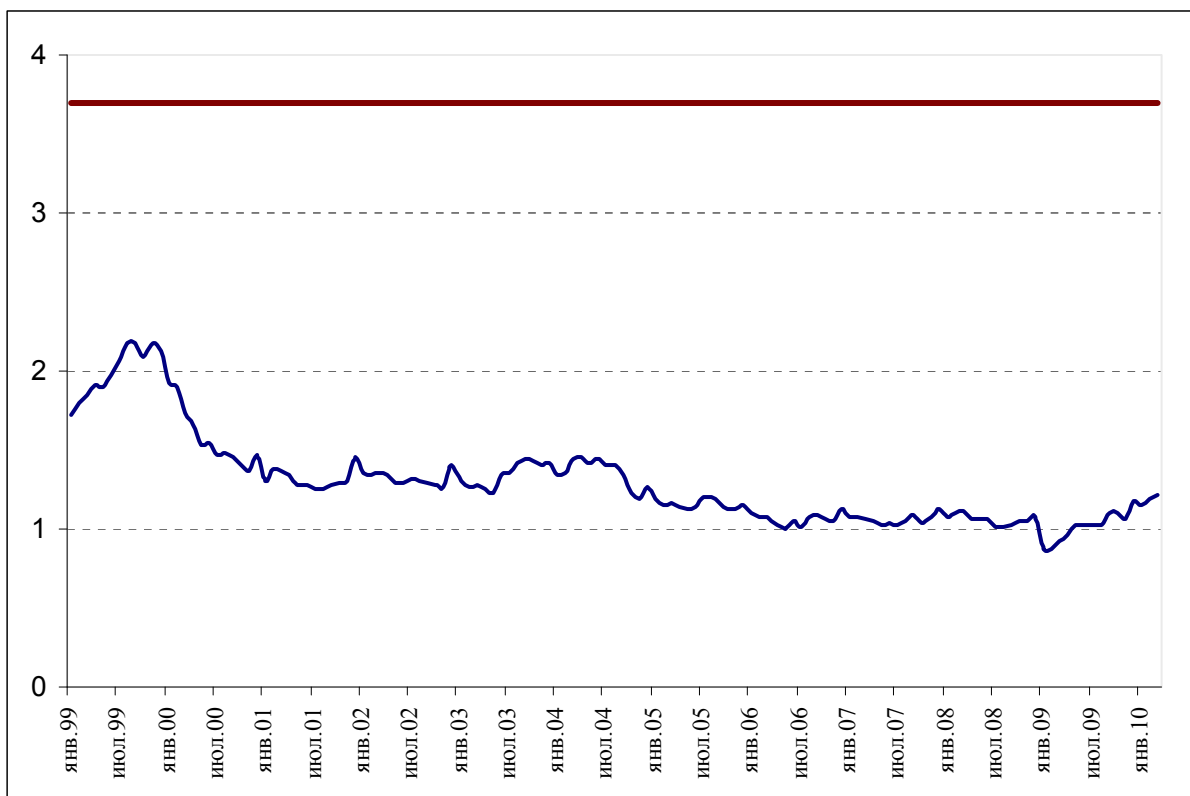


Рисунок 3. Отношение денежной массы к золотовалютным резервам в 1999 – 2010 гг.

4) Реальный эффективный курс рубля

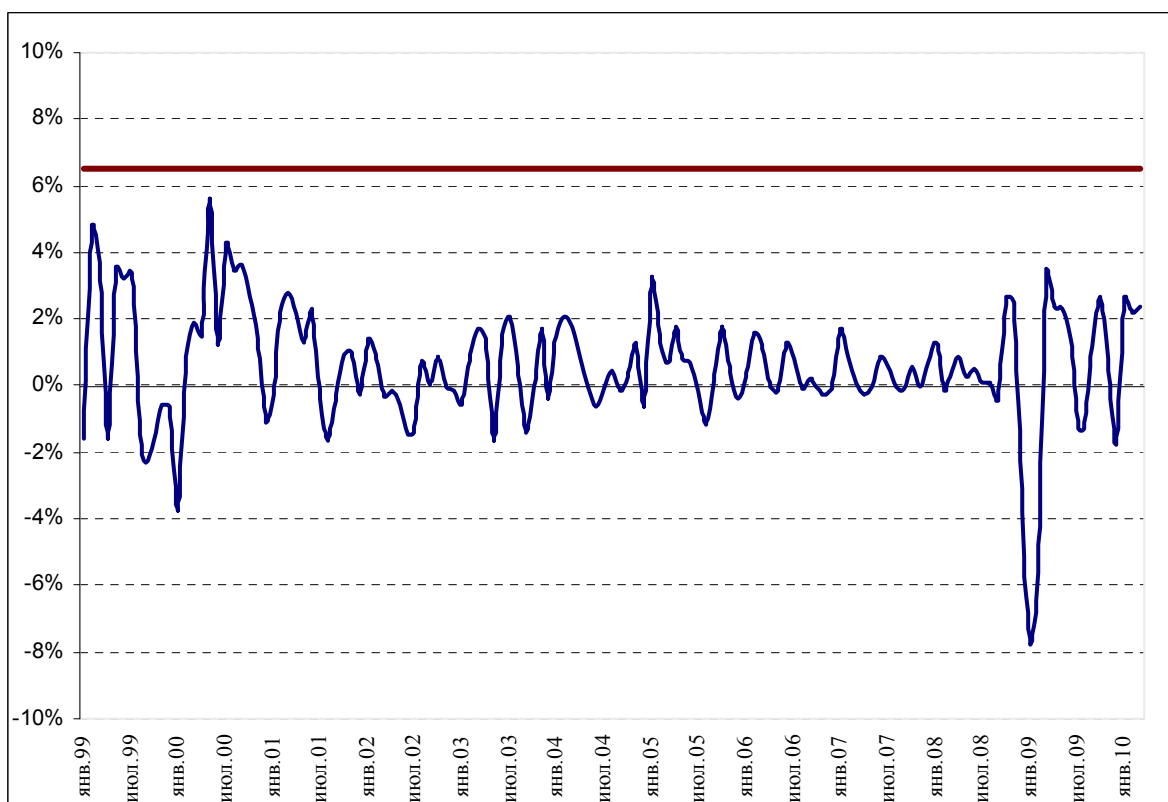


Рисунок 4. Темп прироста реального эффективного курса рубля в 1999 – 2010 гг.

5) «Избыточное» предложение денег в реальном выражении

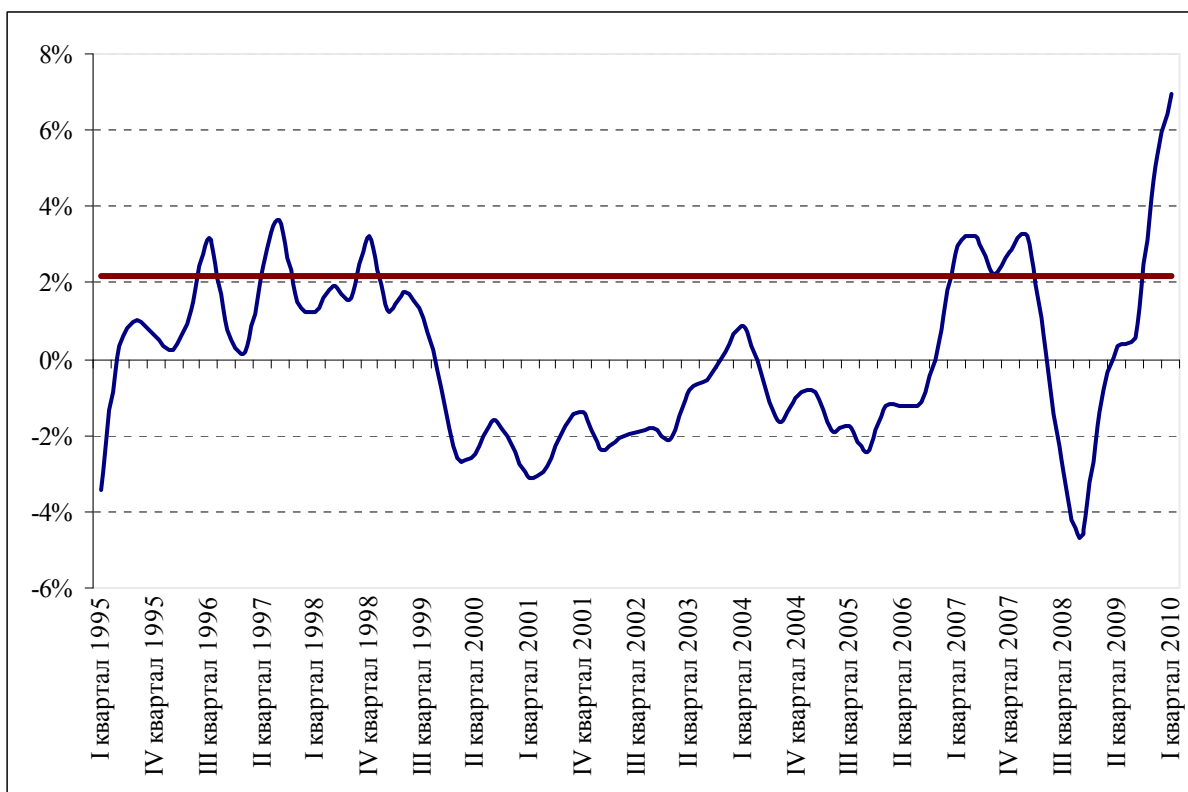


Рисунок 5. «Избыточное» предложение денег в реальном выражении в 1995 – 2010 гг. (% ВВП)

б) Спрэд между внутренней и внешней ставкой процента

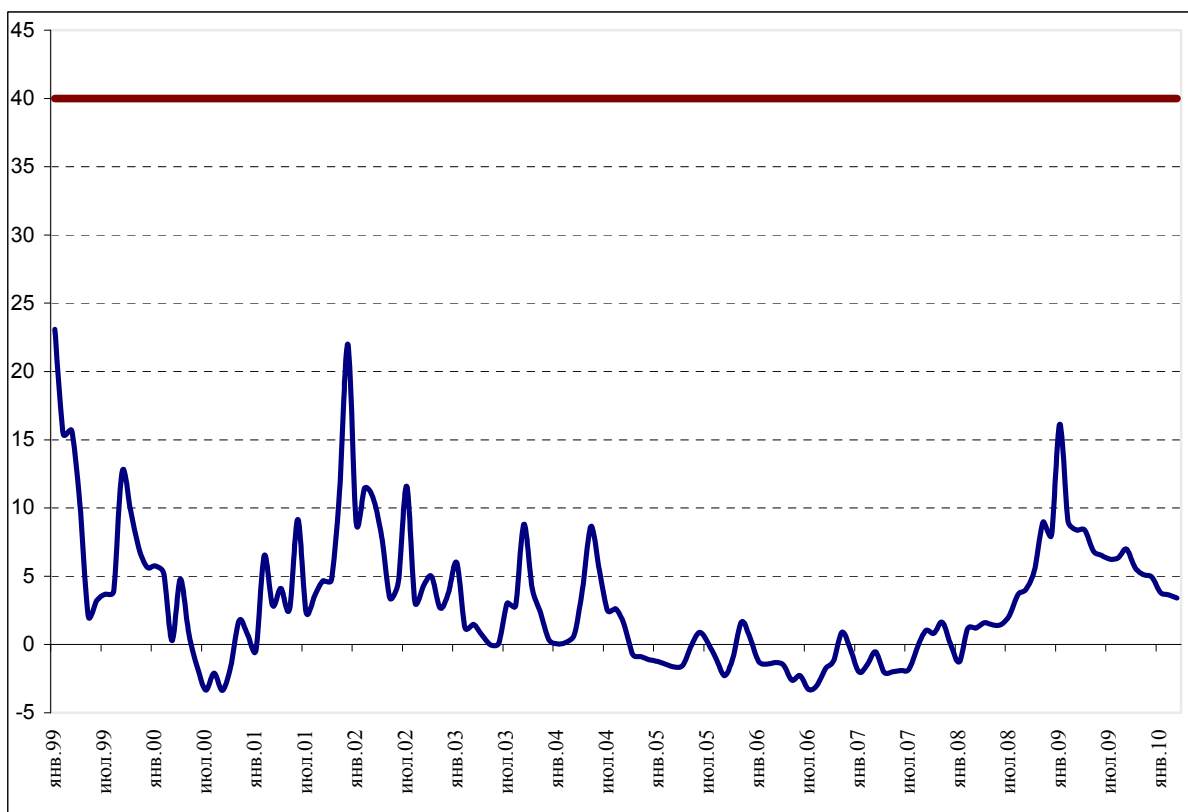


Рисунок 6. Спрэд между внутренней и внешней ставками процента в 1999 – 2010 гг. (п.п.)

7) Темп роста ВВП в реальном выражении

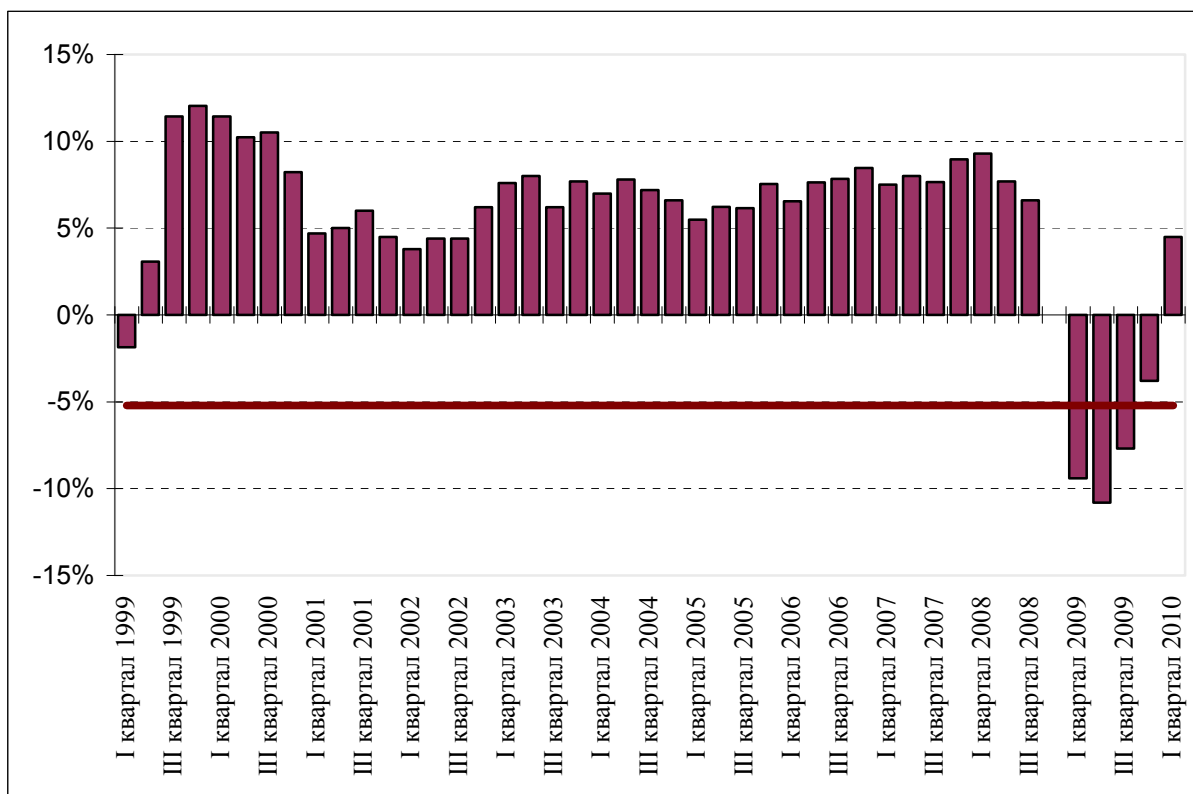


Рисунок 7. Темп прироста ВВП в реальном выражении в 1999 – 2010 гг.

8) Условия торговли

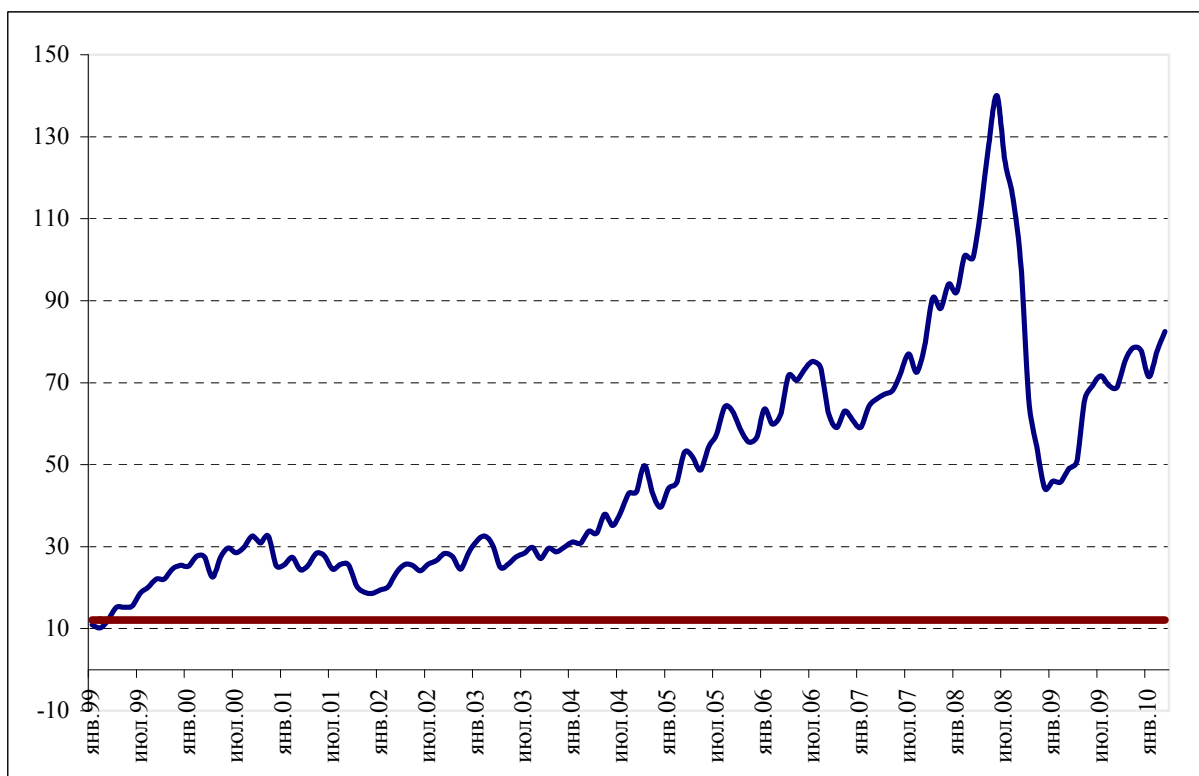


Рисунок 8. Цена на нефть марки «Брент» в 1999 – 2010 гг. (долларов США за баррель)

9) Бегство капитала из РФ

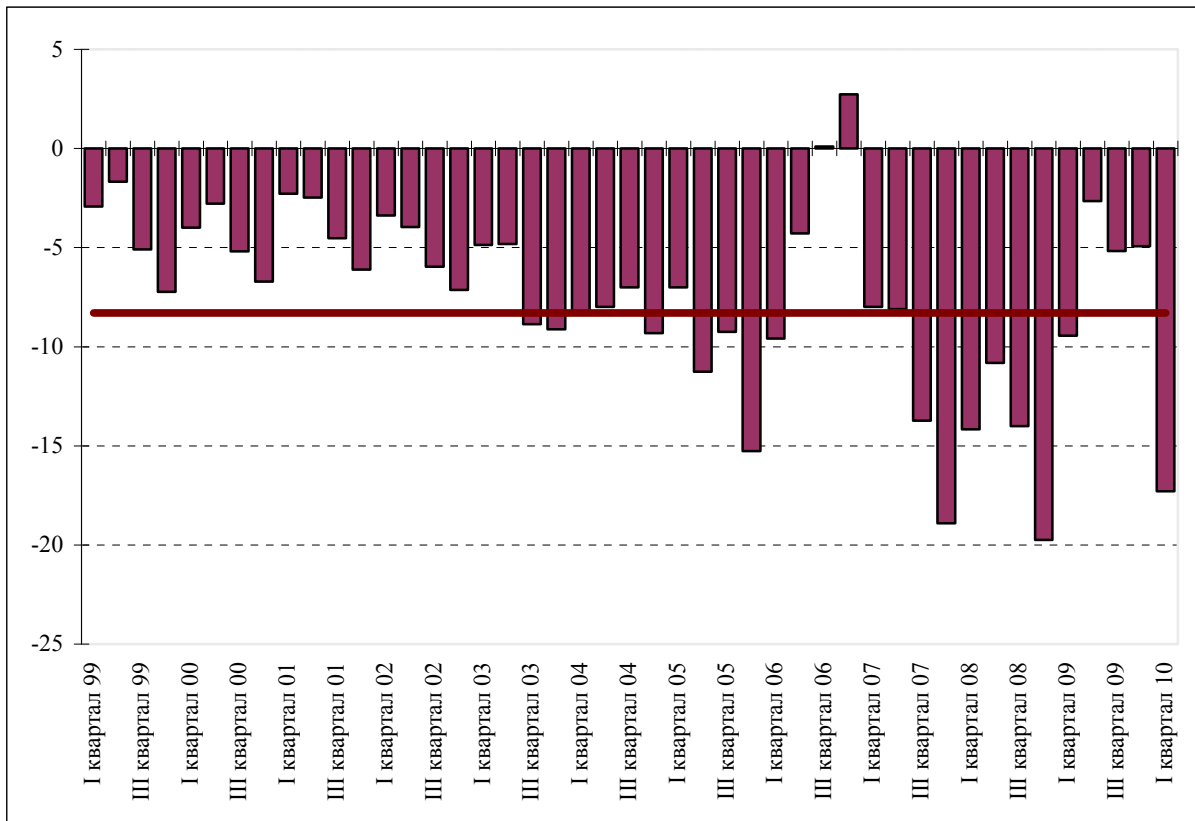


Рисунок 9. Бегство капитала из РФ в 1999 – 2010 гг. (млрд. долларов США)

10) Золотовалютные резервы

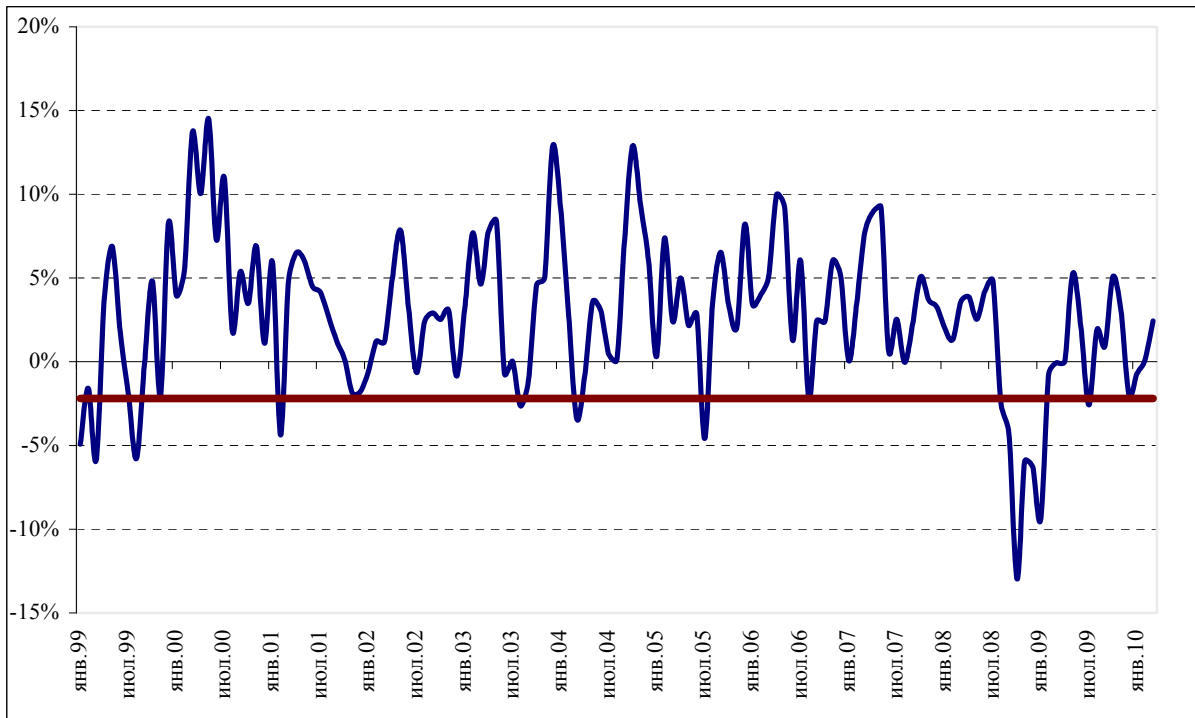


Рисунок 10. Темп прироста золотовалютных резервов РФ в 1999 – 2010 гг.

11) Экспорт

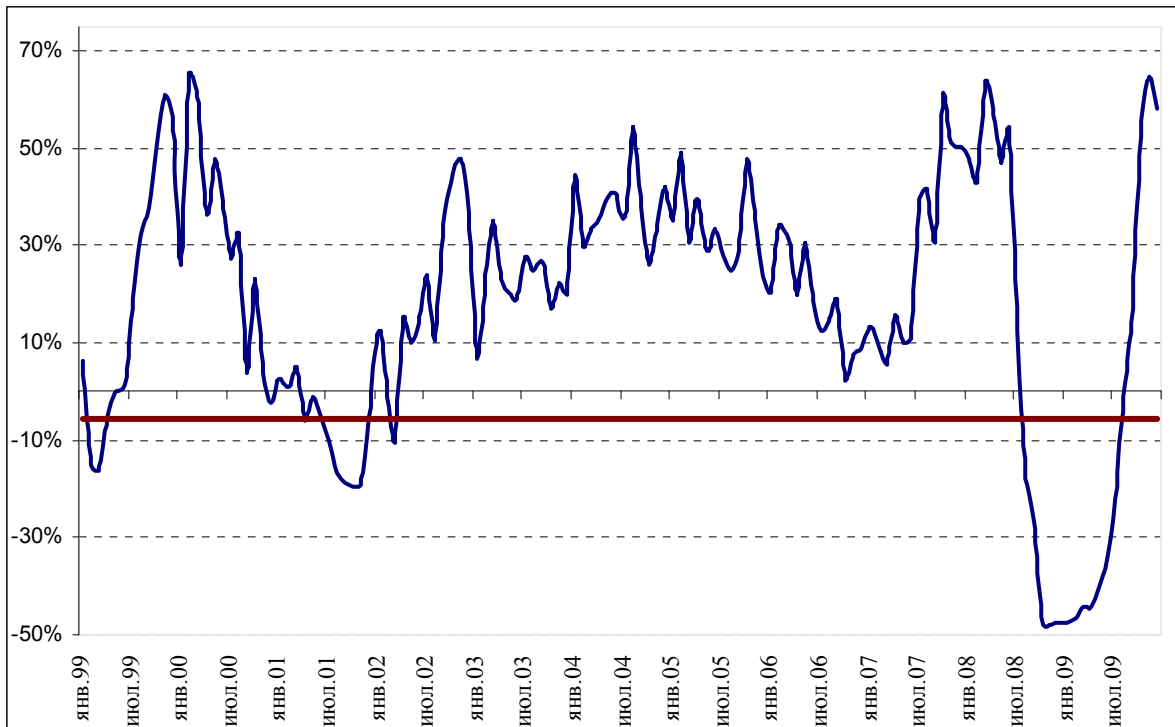


Рисунок 11. Темп прироста экспорта товаров из РФ в 1999 – 2010 гг.

12) Внутренний кредит в реальном выражении

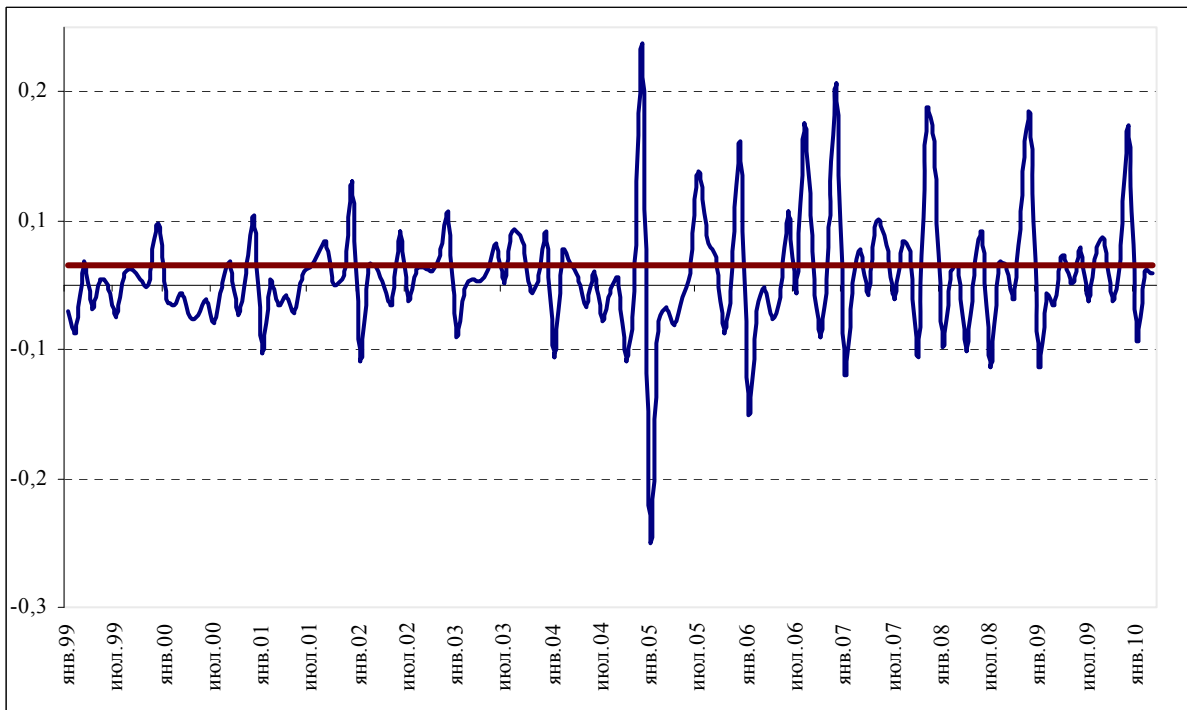


Рисунок 12. Темп прироста внутреннего кредита в реальном выражении в 1999 – 2010 гг.

13) Индекс давления на валютный рынок

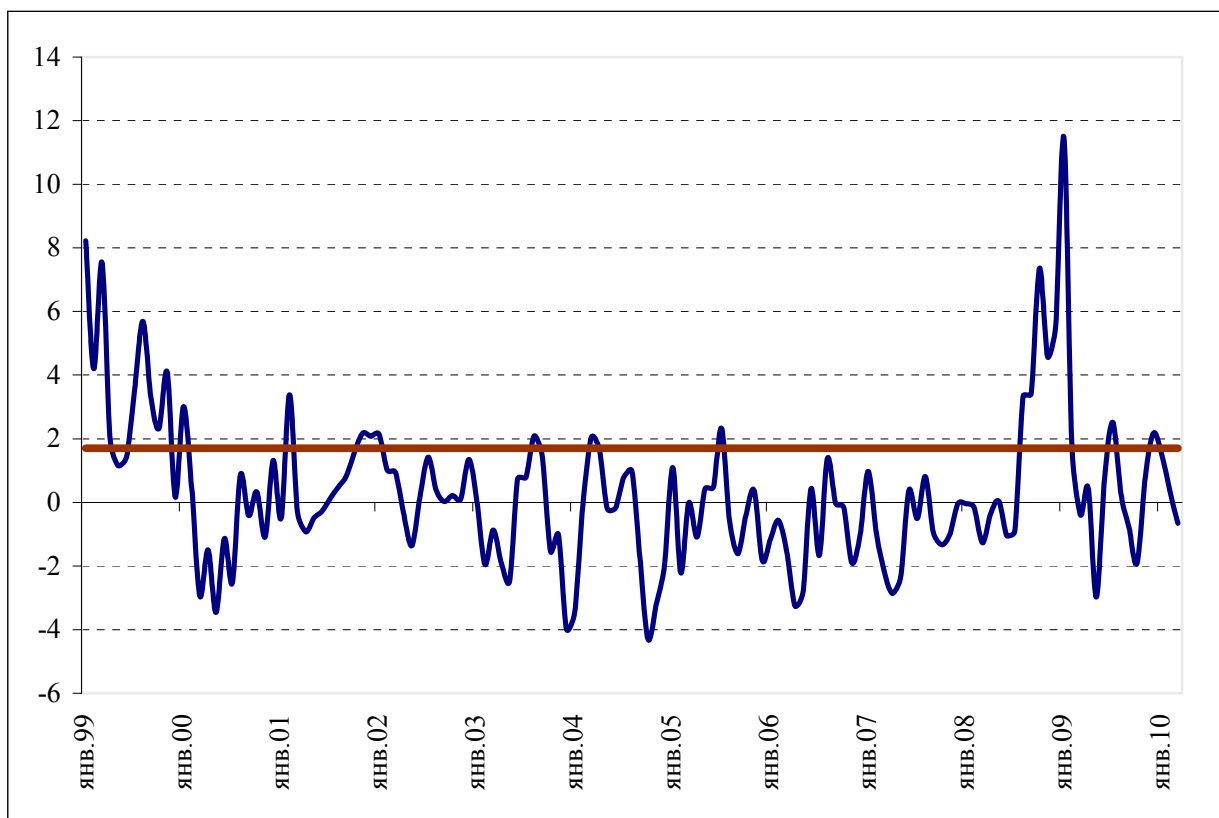


Рисунок 13. Индекс давления на валютный рынок в 1999 – 2010 гг.