

## **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,  $\Delta E$ ;
- 2) темп прироста золотовалютных резервов (с обратным знаком),  $-\Delta R$ ;
- 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:

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

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.

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

<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 в III квартале 2010 – I квартале 2011 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 III квартале 2010 – I квартале 2011 гг.

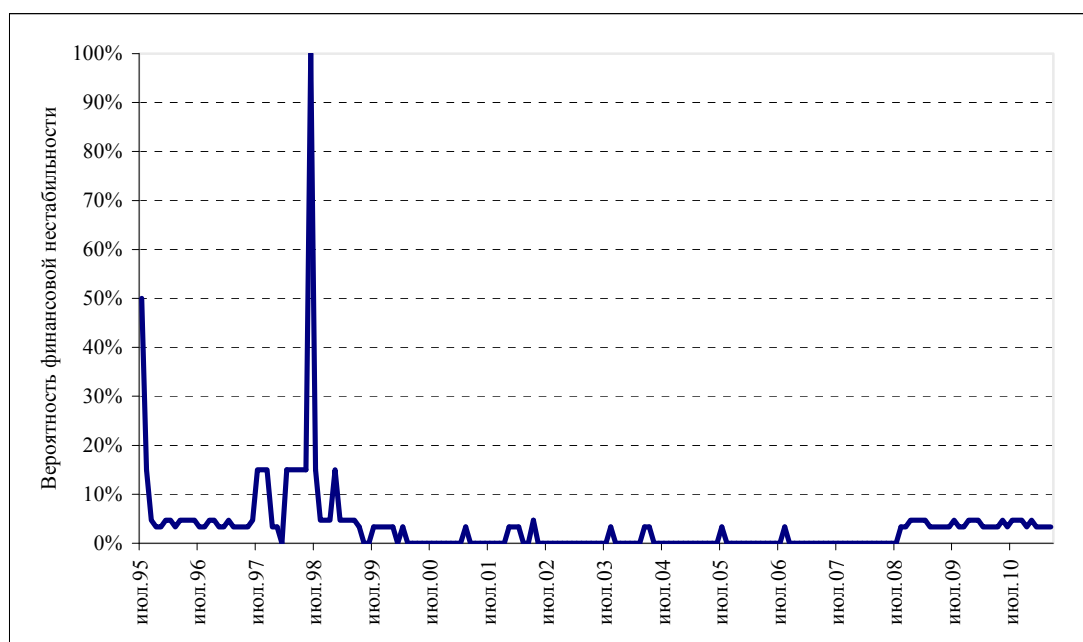
Индикатор	Пороговое значение	III квартал 2010		IV квартал 2010		I квартал 2011	
		Значение индикатора	Сигнал	Значение индикатора	Сигнал	Значение индикатора	Сигнал
Реальная процентная ставка на рынке МБК	4,4%	-0,6%	0	-0,8%	0	-0,3%	0
Сальдо текущего счета платежного баланса	-1,5 млрд долл.	5,7 млрд долларов	0	14,1 млрд долларов	0	31,8 млрд долларов	0
Реальный эффективный курс рубля	+6,5%	-1,9%	0	+3,4%	0	+1,6%	0
Спрэд между внутренней ставкой процента и ставкой LIBOR	42 п.п.	2,4	0	2,8	0	2,9	0
Условия торговли (цены на нефть марки «Брент»)	12,1 долл. за баррель	82,3 долл. за баррель	0	94,8 долл. за баррель	0	117,4 долл. за баррель	0
Денежный мультипликатор	-4,8%	+1,1%	0	+3,5%	0	+1,9%	0
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам	3,7	1,2	0	1,4	0	1,4	0
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	3,4% ВВП	5% ВВП	1	5,3% ВВП	1	6,2% ВВП	1
Темп роста ВВП	2,8%	3,1%	1	4,5%	0	4,5%	0
Золотовалютные резервы	-2,2%	2,9%	0	-0,8%	0	1,8%	0
Индекс давления на валютный рынок	1,7	-0,6	0	0,1	0	-0,6	0

В I квартале 2011 года ситуация в финансовой системе РФ в целом оставалась стабильной. Основной причиной этого стал быстрый рост цен на энергоносители, вызванный политической нестабильностью на Ближнем Востоке и катастрофой в Японии. В результате сальдо текущего счета платежного баланса продолжило рост, несмотря на быстрые темпы увеличения импорта и отток частного капитала из РФ.

Однако текущий уровень цен на нефть не соответствует состоянию мировой экономики, а вызвавшие его причины рано или поздно исчерпают себя. В такой ситуации на первый план вновь выйдут такие проблемы экономики РФ, как высокие риски осуществления инвестиций, низкое качество институциональной среды, медленное восстановление экономики.

На протяжении I квартала 2011 года лишь один из одиннадцати индикаторов подавал сигнал – «избыточное» предложение денег в реальном выражении. Быстрое расширение денежного предложения вследствие монетизации торгового сальдо платежного баланса создает предпосылки для дальнейшего ускорения инфляции, которая и так после неблагоприятного шока совокупного предложения (засуха) в 2010 году значительно ускорилась. Высокая инфляция, на наш взгляд, является одной из главных угроз финансовой стабильности в среднесрочном периоде.

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 финансовая стабильность маловероятна. В то же время еще раз подчеркнем неустойчивость текущей благоприятной динамики экономики РФ, обусловленную возможным быстрым снижением цен на энергоносители.



## Республики бывшего СССР

### Армения

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	Текущий счет платежного баланса.
Золотовалютные резервы.	Импорт.
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	Внутренний кредит в реальном выражении.
Денежный мультипликатор.	Индекс потребительских цен.
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.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	

В IV квартале 2010 года ситуация в экономике Армении оставалась неоднозначной. С одной стороны, в стране продолжался экономический рост и благоприятное развитие финансовых рынков. С другой стороны, негативными тенденциями октября – декабря стали быстрый рост импорта, внутреннего кредита в реальном выражении, потребительских цен, а также увеличение отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса. Следовательно, 4 из 16 индикаторов подали сигнал о росте вероятности возникновения финансовой нестабильности. Таким образом, отдельные проблемы в финансовом секторе страны в среднесрочном периоде все же могут возникнуть.

### Белоруссия

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Импорт.
	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.	Денежный мультипликатор.
Экспорт.	Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.

Золотовалютные резервы.	
-------------------------	--

В IV квартале 2010 года ситуация в финансовом секторе Белоруссии ухудшилась. 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. Об отрицательных тенденциях в экономике свидетельствовали резкое сокращение денежного мультипликатора и расширение отношения денежной массы к золотовалютным резервам. 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 IV квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>
Индекс потребительских цен.	
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.	
Текущий счет платежного баланса.	

В четвертом квартале 2010 г. ситуация на финансовом рынке Казахстана оставалась спокойной. Все индикаторы свидетельствовали в пользу сохранения на прежнем уровне либо снижения вероятности финансовой нестабильности в ближайшем будущем. Рост цен на энергоносители 2010 г. способствовал улучшению ситуации в экономике страны. В текущих условиях 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 IV квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	Текущий счет платежного баланса.
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	Импорт.
Спрэд между внутренней и внешней ставками	



процента.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Отношение денежной массы к ЗВР	
Индекс потребительских цен.	
Денежный мультипликатор.	
Золотовалютные резервы.	
Темп роста депозитов в реальном выражении.	
Индекс давления на валютный рынок.	
Экспорт.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	

Большая часть анализируемых показателей свидетельствует о сохранении на прежнем уровне вероятности возникновения в Латвии финансовой нестабильности. Однако, в Латвии все же наблюдалось падение сальдо текущего счета платежного баланса вследствие опережающего роста импорта по сравнению с экспортом. В совокупности индикаторы финансовой стабильности указывают на то, что серьезного ухудшения ситуации в ближайшем будущем ожидать вряд ли стоит.

### *Литва*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV 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.	Денежный мультипликатор.
Индекс потребительских цен.	Индекс давления на валютный рынок.
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.	
Текущий счет платежного баланса.	

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

### Украина

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>
Реальный эффективный курс.	Текущий счет платежного баланса.
Денежный мультипликатор.	Импорт.
Темп роста депозитов в реальном выражении.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
Индекс давления на валютный рынок.	
Индекс потребительских цен.	
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 выросла. Большинство индикаторов-предвестников свидетельствуют в пользу снижения либо сохранения на прежнем уровне вероятности возникновения финансовой нестабильности в Украине в среднесрочной перспективе. В то же время неблагоприятными тенденциями IV квартала стали быстрый рост импорта, также отношения ставки по кредитам к ставке по депозитам, отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса и спреда между внутренней и внешней ставками процента. Учитывая все факторы, можно утверждать, что финансовый сектор Украины может столкнуться с отдельными трудностями.

### Эстония

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>
Внутренний кредит в реальном выражении.	Импорт.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Золотовалютные резервы.
Текущий счет платежного баланса.	Отношение денежной массы к золотовалютным резервам.
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.	
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 IV квартале ситуация оставалась сравнительно стабильной. Беспокойство вызывает лишь расширение импорта и отношения денежной массы к золотовалютным резервам при значительном сокращении последних. 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 IV квартале 2010 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV 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 IV 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 прежнем уровне вероятности финансовой	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010

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

Ситуация в финансовом секторе экономики Болгарии в IV квартале оставалась стабильной. Неблагоприятными тенденциями квартала стали ускорение инфляции, падение ВВП и рост отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса. Таким образом, мы считаем, что финансовый сектор страны может в среднесрочном периоде столкнуться с отдельными проблемами.

### *Венгрия*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>
Индекс давления на валютный рынок.	Темп роста ВВП в реальном выражении.
Золотовалютные резервы.	Импорт.
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.	
Индекс потребительских цен.	

По результатам анализа индикаторов-предвестников финансовой нестабильности можно сделать вывод о том, что в IV квартале 2010 года вероятность наступления финансового кризиса в Венгрии не выросла. Неблагоприятными тенденциями октября – декабря стали лишь отрицательные темпы экономического роста и бурный рост импорта. 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 IV квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV 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 IV 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 IV квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>
Индекс промышленного производства.	Темп роста ВВП в реальном выражении
Золотовалютные резервы.	Импорт.
Реальный эффективный курс.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Экспорт.	
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 и импорта свидетельствуют 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

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.
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 IV 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

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
Реальная ставка процента на внутреннем рынке.	Индекс потребительских цен.
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
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	
Текущий счет платежного баланса	
Импорт	

Индикаторы-предвестники финансовой нестабильности говорят о том, что в финансовой системе Чехии в IV квартале ситуация улучшилась. Среди факторов, сигнализовавших о росте финансовой нестабильности, можно отметить 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 невысокую.

## Развивающиеся страны Азии, Африки и Латинской Америки

### Аргентина

Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.	Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Текущий счет платежного баланса.
Золотовалютные резервы.	Импорт.
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.	
Экспорт.	
Индекс давления на валютный рынок.	
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 негативных тенденций IV квартала можно отметить лишь быстрый рост импорта и дальнейшее сокращение сальдо текущего счета платежного баланса. Однако в целом динамика фундаментальных факторов позволяет утверждать, что финансовая нестабильность в стране в среднесрочной перспективе маловероятна.

### Бразилия

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

<b>прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>	<b>финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
«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.	
Импорт.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	

В IV квартале 2010 года ситуация на финансовом рынке Бразилии оставалась позитивной. Восстановительный посткризисный рост продолжился, ситуация на финансовых рынках была стабильной. 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 IV квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>
Темп роста ВВП в реальном выражении.	Импорт.
Индекс потребительских цен.	Денежный мультипликатор.
Текущий счет платежного баланса.	«Избыточное» предложение денег в реальном выражении.
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.	

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 импорта, «избыточного» предложения денег в реальном выражении, а также сокращение денежного мультипликатора. В среднесрочной перспективе можно оценить вероятность возникновения проблем в финансовой системе Индонезии как ниже среднего.

### *Южная Корея*

<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о снижении / сохранении на прежнем уровне вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV 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 IV 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 IV квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>
Индекс давления на валютный рынок.	
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.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	

В IV квартале вероятность возникновения финансовой нестабильности в Малайзии оставалась низкой. Ни один из рассматриваемых индикаторов 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 IV квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>
Экспорт.	Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.
Индекс промышленного производства.	Текущий счет платежного баланса.
Золотовалютные резервы.	Импорт.
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.	
Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.	
«Избыточное» предложение денег в реальном выражении	
Индекс давления на валютный рынок.	

Вероятность кризиса в финансовой системе Мексики в течение четвертого 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 динамику импорта. 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 IV квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>

Индекс потребительских цен.	Спрэд между внутренней и внешней ставками процента.
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.	
Внутренний кредит в реальном выражении.	
Темп роста ВВП в реальном выражении.	
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Текущий счет платежного баланса.	
Импорт.	

В IV квартале состояние финансового сектора Таиланда оставалось стабильным. О росте вероятности возникновения финансовой нестабильности сигнализировал только один индикатор: 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 IV квартале 2010 года.</b>	<b>Показатели, динамика которых свидетельствует о повышении вероятности финансовой нестабильности в IV квартале 2010 года.</b>
Отношение ставки по кредитам к ставке по депозитам.	
Денежный мультипликатор.	
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.	
Экспорт.	

Как показывает проведенный нами анализ, ситуация в финансовом секторе ЮАР в IV квартале 2010 года оставалась стабильной. О росте вероятности возникновения финансовой нестабильности в стране не свидетельствовал ни один индикатор. 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 IV 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, неустойчивость восстановления экономики США, а также возобновление роста цен на энергоносители продолжают создавать угрозу экономической стабильности в мировом масштабе. 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 Казахстане, Албании, Польше, Словакии, Бразилии, Южной Корее, Малайзии, Таиланде и ЮАР. Рост экономик данных стран во многом опирается на восстановление экономик-потребителей их экспорта, а также определяется избытком ликвидности в мировом масштабе, вызванным мягкой денежно-кредитной политикой в США и ЕС. Если ведущие мировые экономики столкнутся с новыми проблемами, то сложностей, скорее всего, не удастся избежать ни одной стране.

Что касается стран, в которых риски возникновению финансовой нестабильности все еще особенно высоки, то к числу таких стран можно отнести Армению, Белоруссию, Литву и Украину. Особо отметим тяжелую ситуацию в Белоруссии, индикаторы финансовой стабильности которой говорят о высокой вероятности возникновения финансовых проблем в среднесрочном периоде.

Что касается финансового сектора России, то в I квартале 2011 года ситуация в финансовой системе РФ в целом оставалась стабильной. Основной причиной этого стал быстрый рост цен на энергоносители, вызванный политической нестабильностью на Ближнем Востоке и катастрофой в Японии. В результате сальдо текущего счета платежного баланса продолжило рост, несмотря на быстрые темпы увеличения

импорта и отток частного капитала из РФ. Однако текущий уровень цен на нефть не соответствует состоянию мировой экономики, а вызвавшие его причины рано или поздно исчерпают себя. В такой ситуации на первый план вновь выйдут такие проблемы экономики РФ, как высокие риски осуществления инвестиций, низкое качество институциональной среды, медленное восстановление экономики.

На протяжении I квартала 2011 года лишь один из одиннадцати индикаторов подавал сигнал – «избыточное» предложение денег в реальном выражении. Быстрое расширение денежного предложения вследствие монетизации торгового сальдо платежного баланса создает предпосылки для дальнейшего ускорения инфляции, которая и так после неблагоприятного шока совокупного предложения (засуха) в 2010 году значительно ускорилась. Высокая инфляция, на наш взгляд, является одной из главных угроз финансовой стабильности в среднесрочном периоде.

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 финансовая стабильность маловероятна. В то же время еще раз подчеркнем неустойчивость текущей благоприятной динамики экономики РФ, обусловленную возможным быстрым снижением цен на энергоносители.

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

### 1) Текущий счет платежного баланса РФ

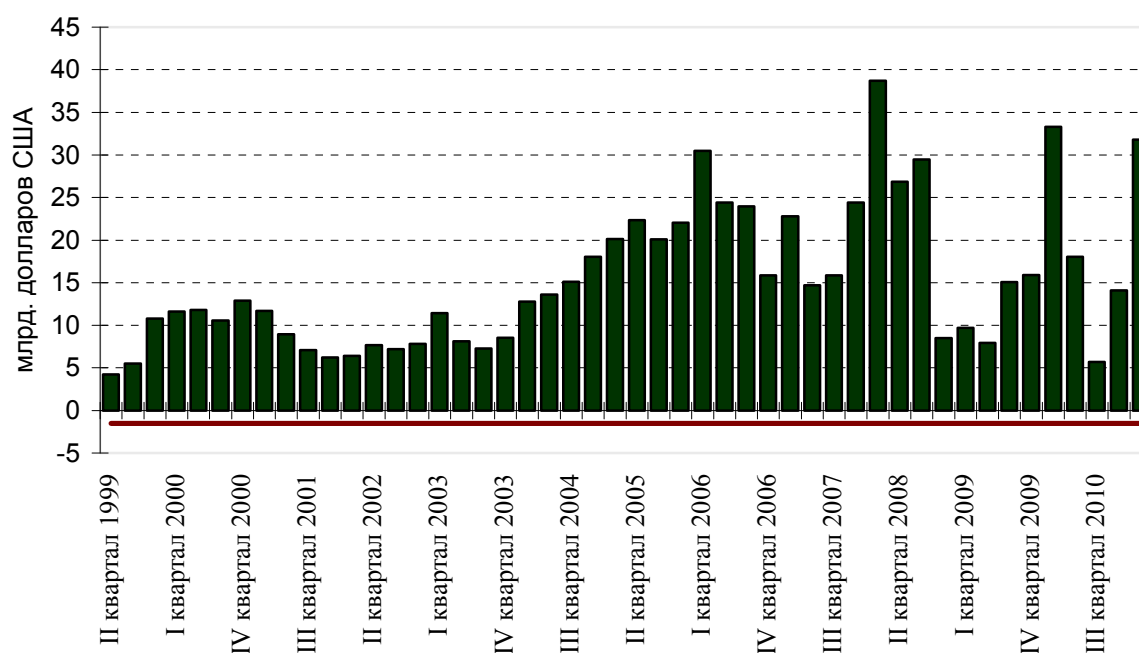


Рисунок 1. Сальдо текущего счета платежного баланса РФ в 1999 – 2011 гг. (млрд долларов США)

### 2) Реальная ставка процента на внутреннем рынке

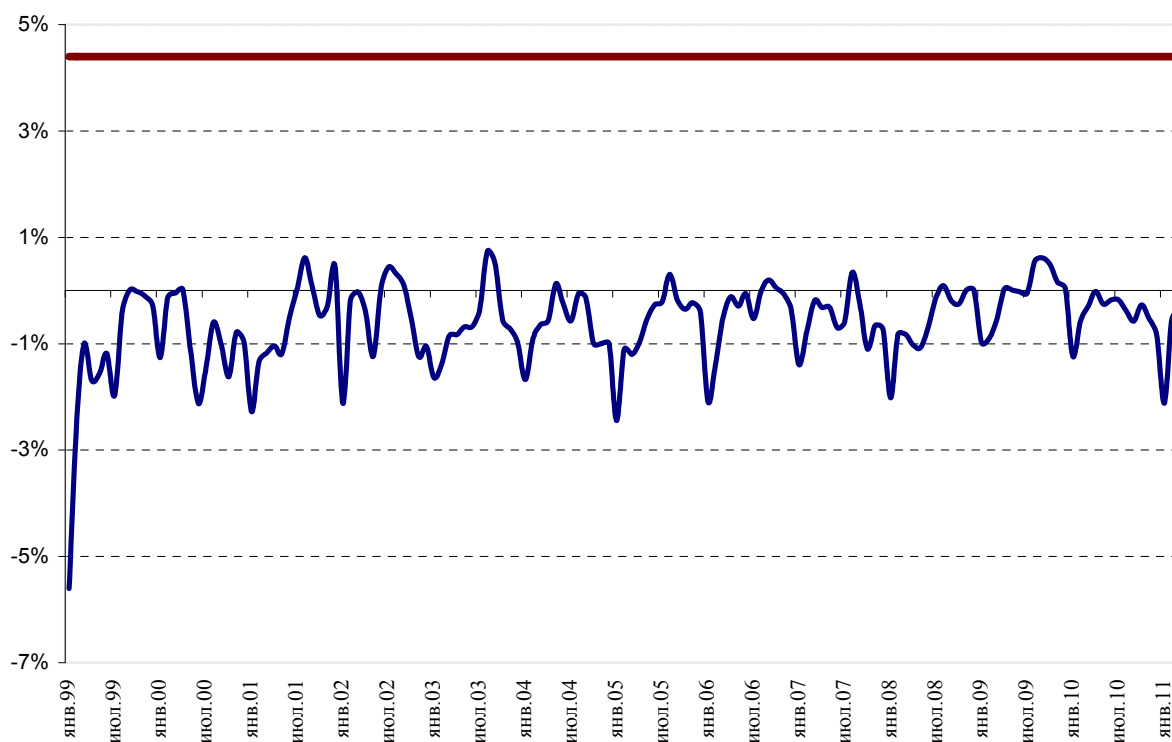


Рисунок 2. Реальная процентная ставка на рынке МБК в 1999 – 2011 гг.

3) Отношение денежной массы к золотовалютным резервам

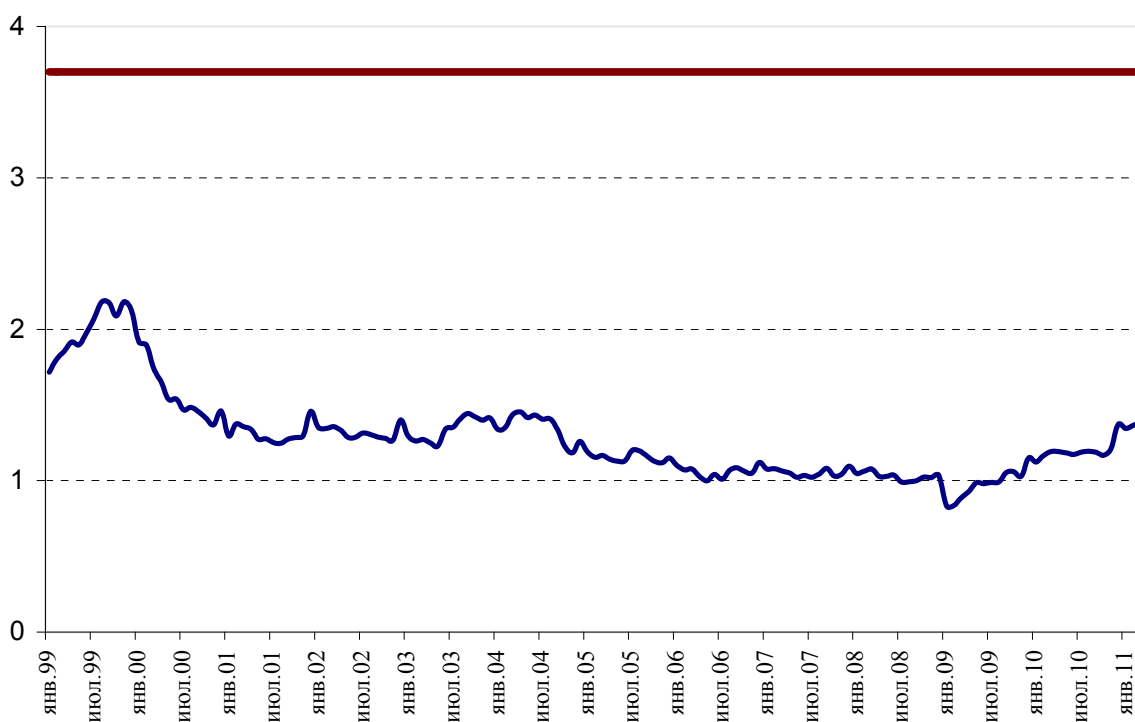


Рисунок 3. Отношение денежной массы к золотовалютным резервам в 1999 – 2011 гг.

4) Реальный эффективный курс рубля

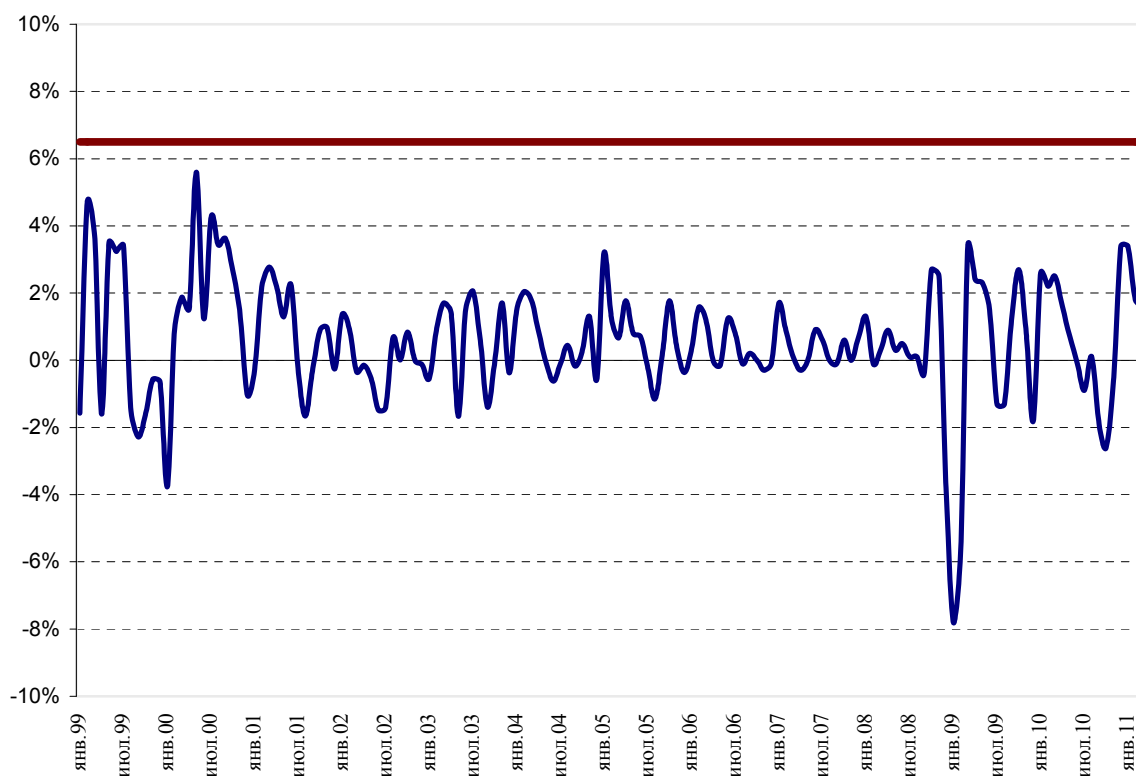


Рисунок 4. Темп прироста реального эффективного курса рубля в 1999 – 2011 гг.

*5) «Избыточное» предложение денег в реальном выражении*

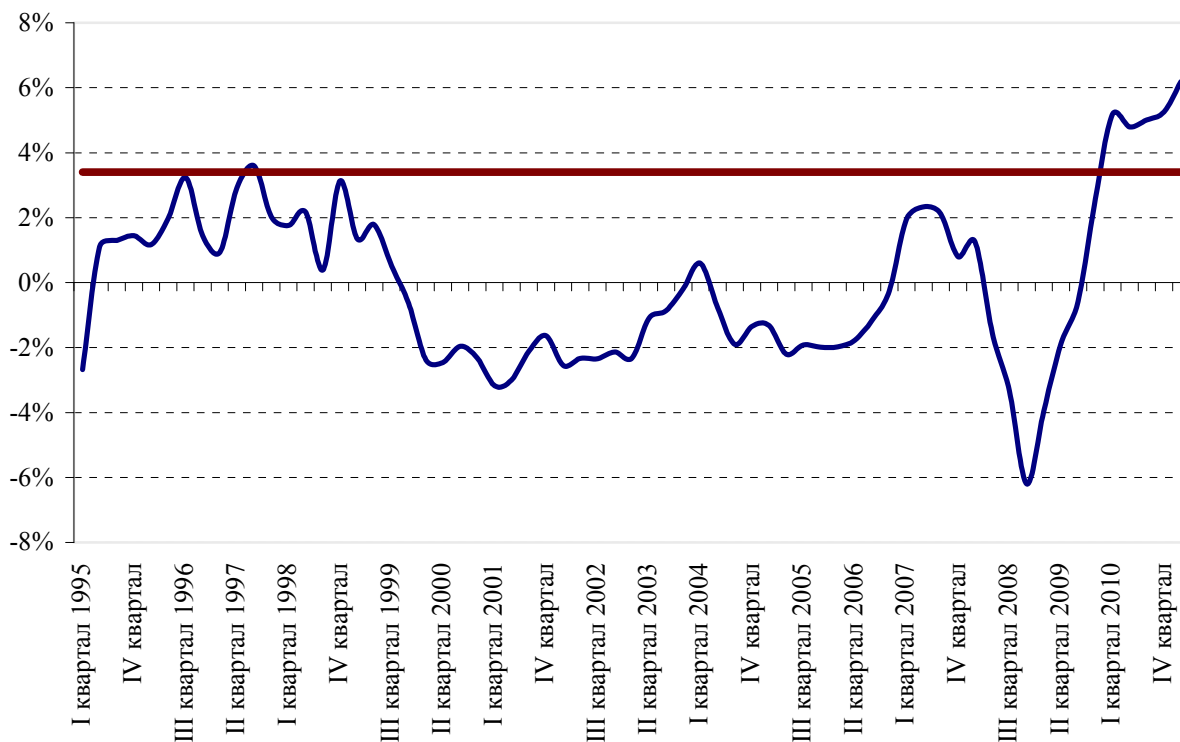


Рисунок 5. «Избыточное» предложение денег в реальном выражении в 1995 – 2011 гг. (% ВВП)

*б) Спрэд между внутренней и внешней ставкой процента*

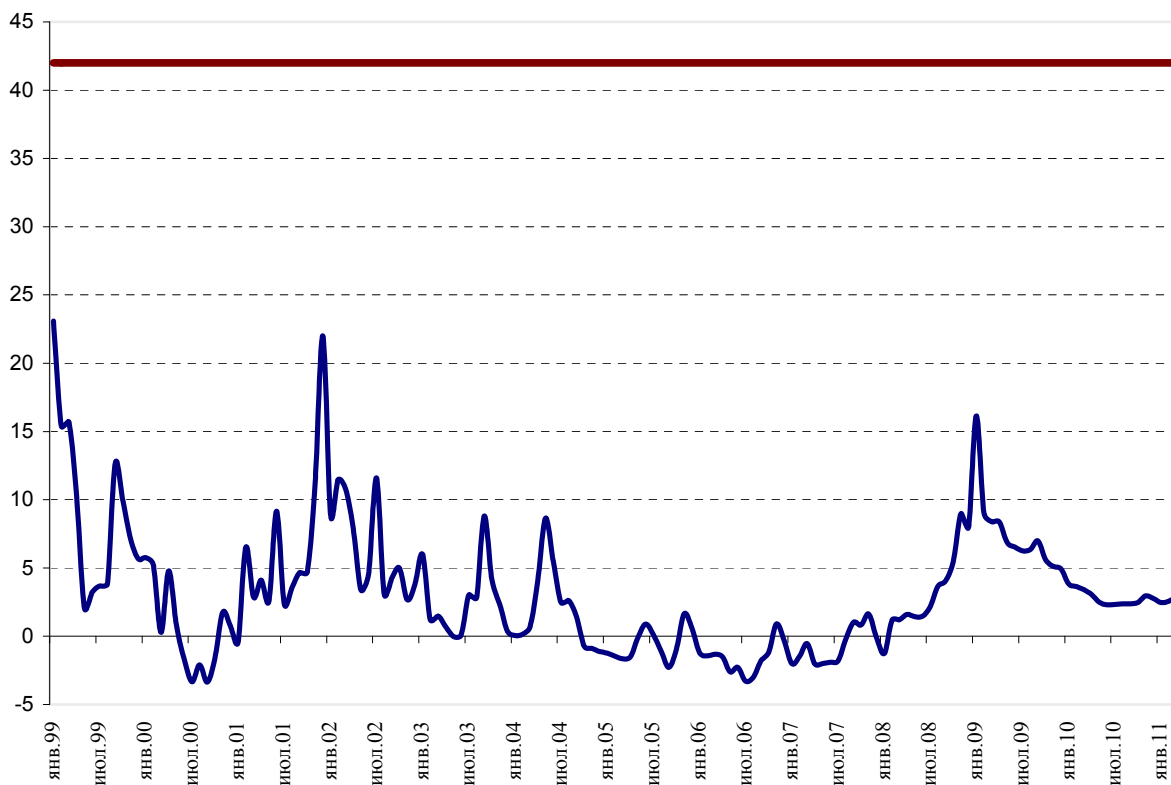


Рисунок 6. Спрэд между внутренней и внешней ставками процента в 1999 – 2011 гг. (п.п.)



7) Темп роста ВВП в реальном выражении

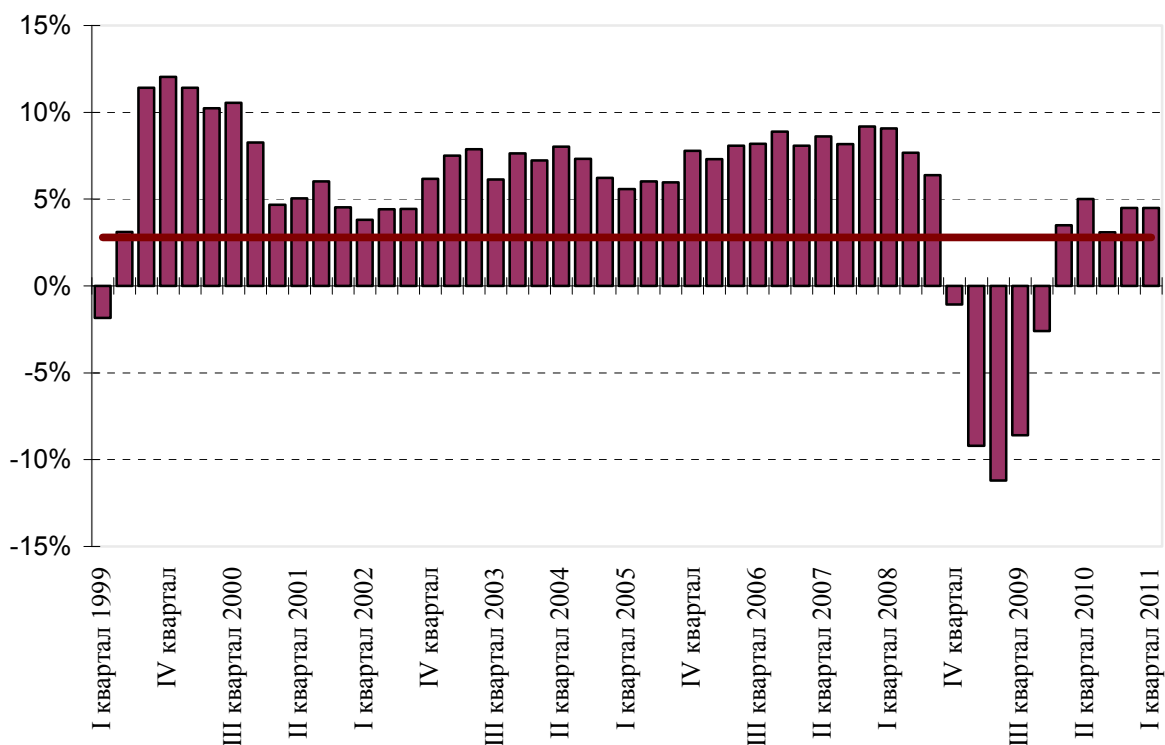


Рисунок 7. Темп прироста ВВП в реальном выражении в 1999 – 2011 гг.

8) Условия торговли

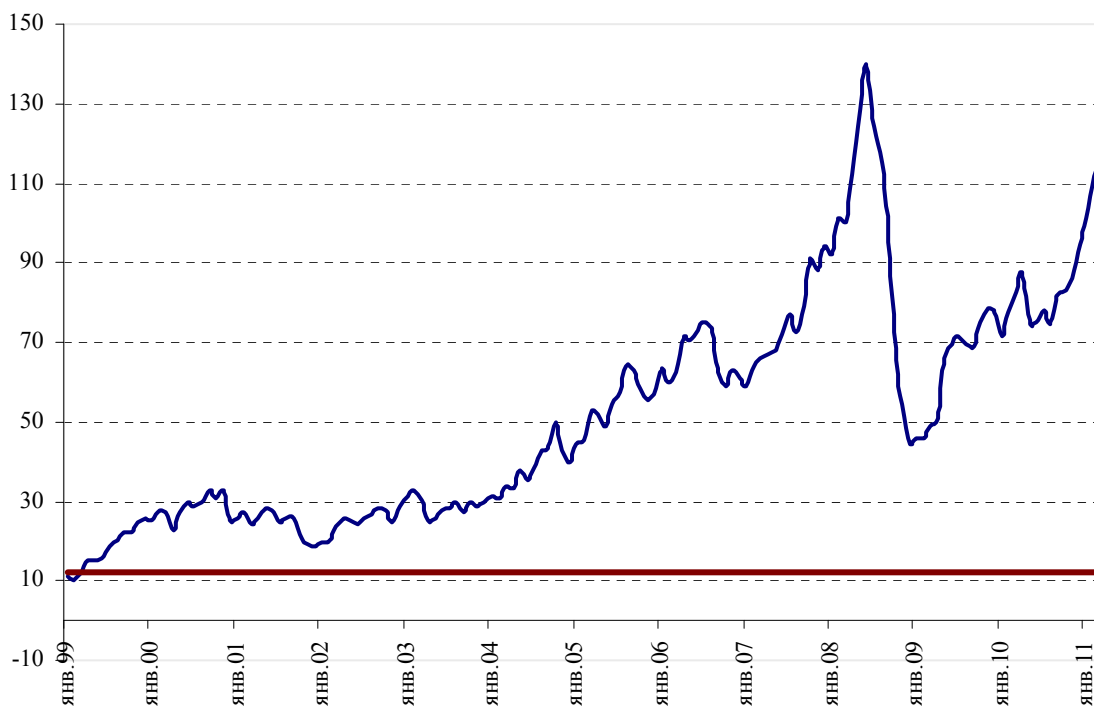


Рисунок 8. Цена на нефть марки «Брент» в 1999 – 2011 гг. (долларов США за баррель)

9) Денежный мультипликатор

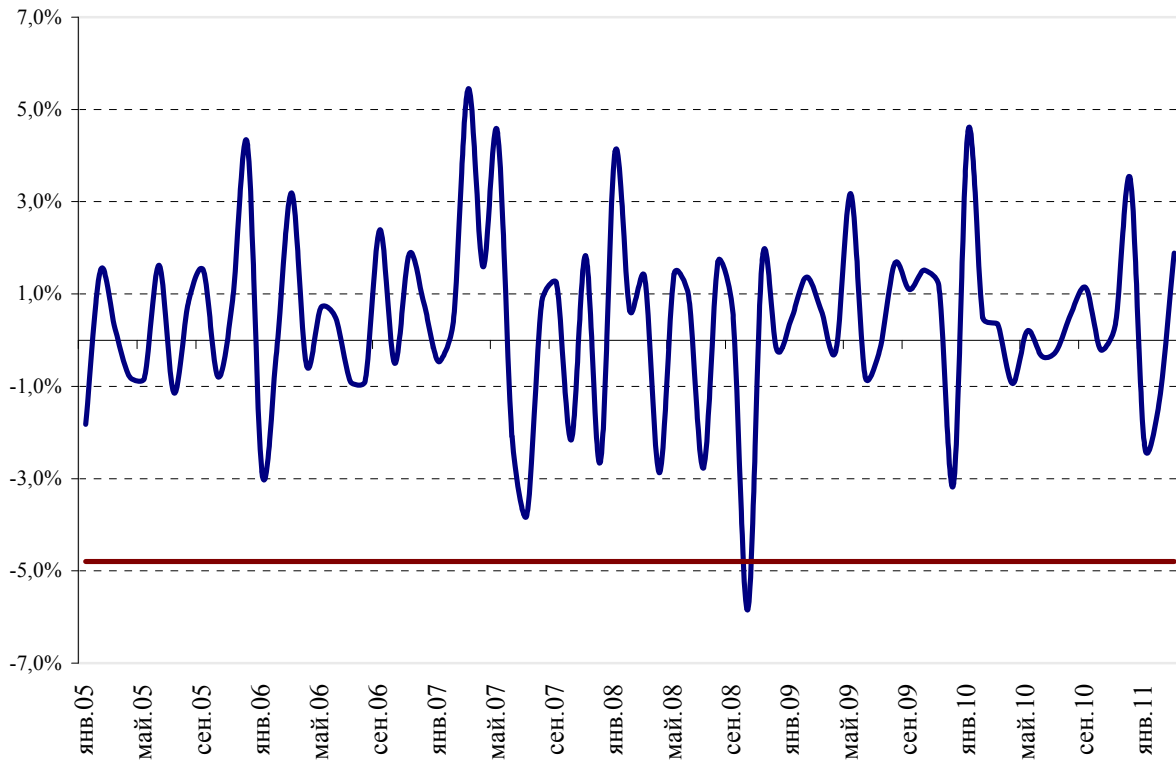


Рисунок 9. Денежный мультипликатор из РФ в 2005 – 2011 гг. (млрд. долларов США)

10) Золотовалютные резервы

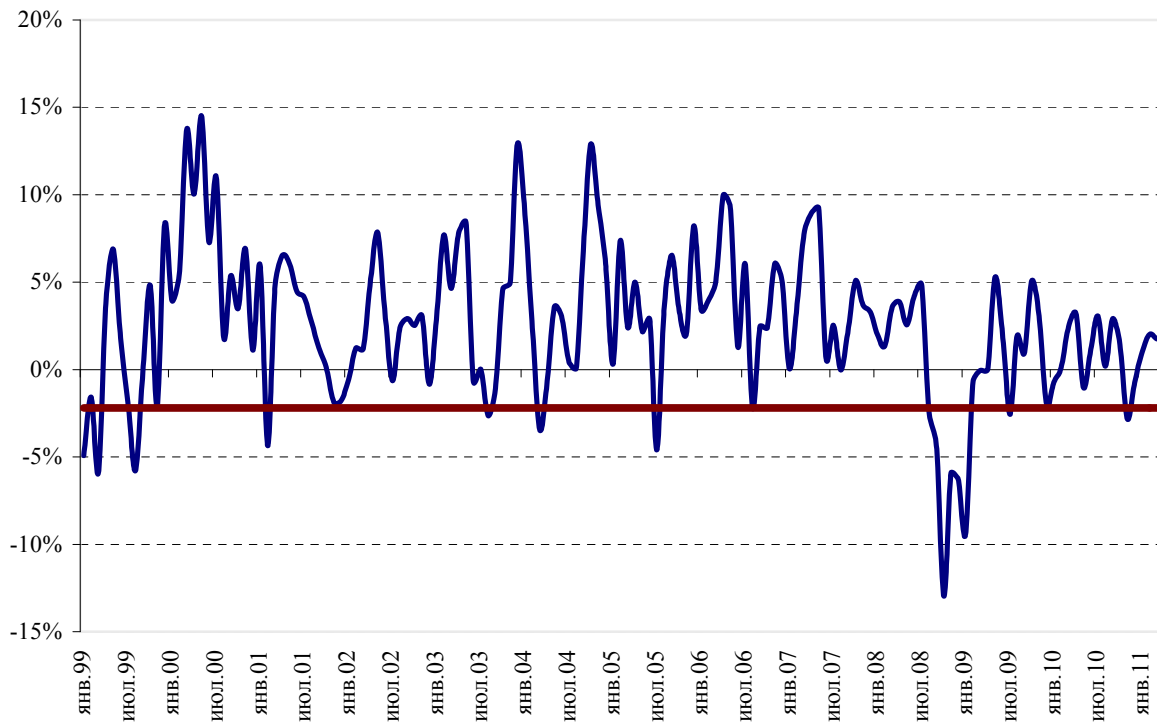


Рисунок 10. Темп прироста золотовалютных резервов РФ в 1999 – 2011 гг.

11) Индекс давления на валютный рынок

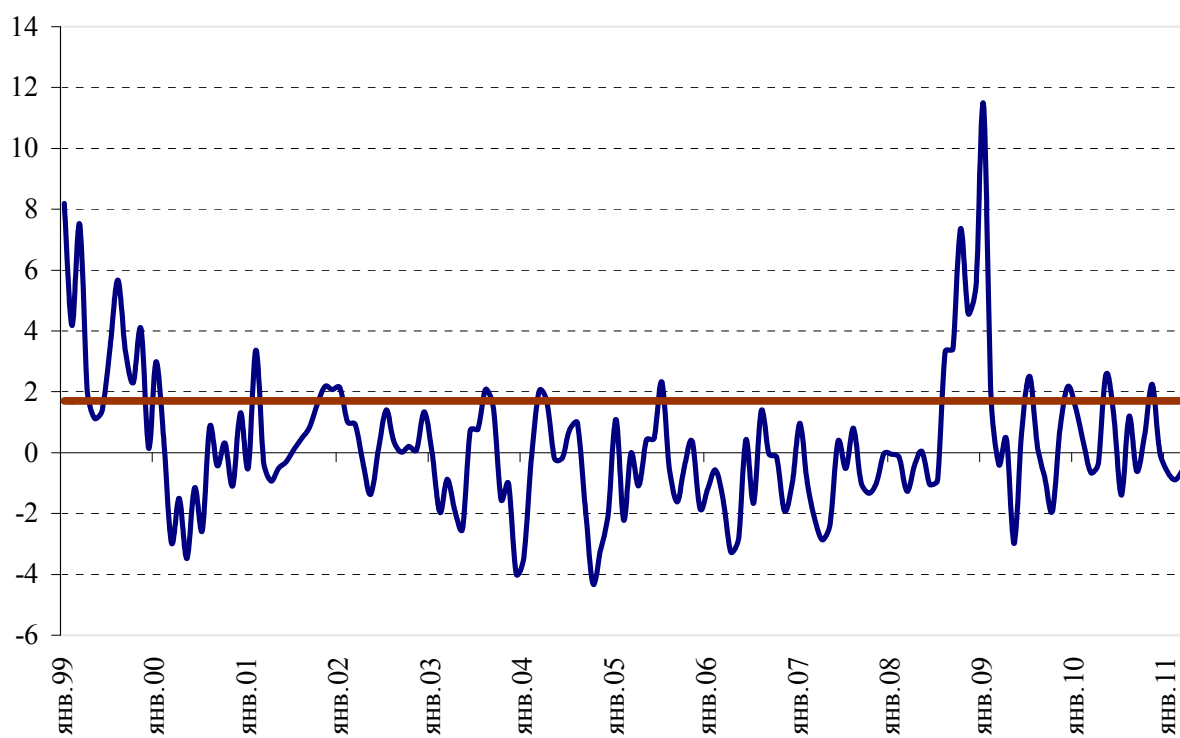


Рисунок 13. Индекс давления на валютный рынок в 1999 – 2011 гг.