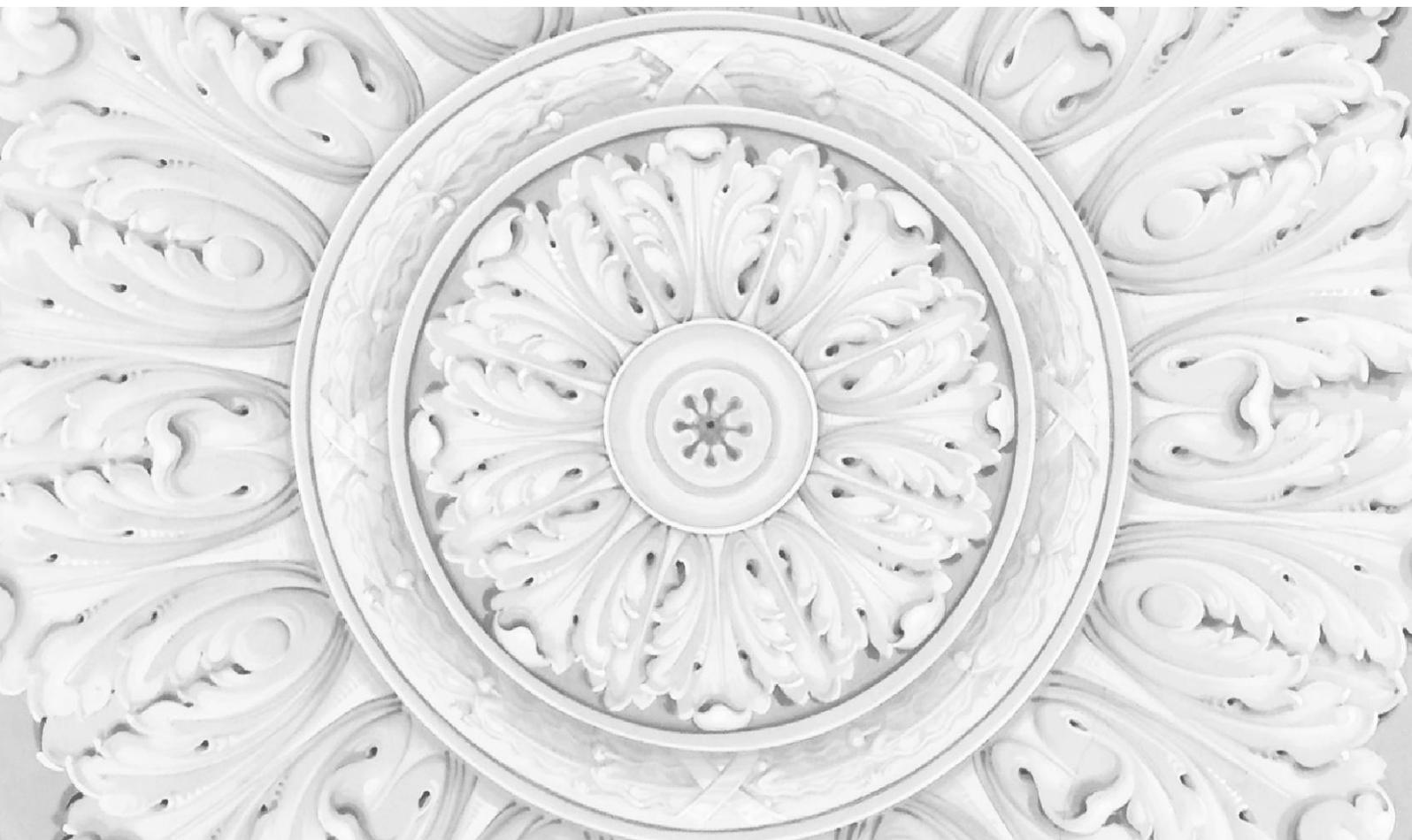




**Банк России**

Центральный банк Российской Федерации



## **СЕРИЯ ДОКЛАДОВ ОБ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЯХ**

Алексей Пономаренко

**О денежном предложении  
в странах с формирующимися  
рынками**

№ 10 / Май 2016

**Алексей Пономаренко**

Банк России, Департамент исследований и прогнозирования

E-mail: [PonomarenkoAA@cbr.ru](mailto:PonomarenkoAA@cbr.ru)

Автор выражает благодарность С.М. Селезневу, Ф. Шоберт и К.В. Юдаевой за ценные предложения и комментарии. Все допущенные при публикации ошибки принадлежат автору.

© Центральный банк Российской Федерации, 2016

**Адрес** 107016, Москва, ул. Неглинная, 12  
**Телефоны** +7 495 771-91-00, +7 495 621-64-65 (факс)  
**Сайт** [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

Все права защищены. Содержание настоящего доклада (настоящих докладов) выражает личную позицию автора (авторов) и может не совпадать с официальной позицией Банка России. Банк России не несет ответственности за содержание доклада (докладов). Любое воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.

### Резюме

Мы рассматриваем механизм формирования денежного предложения в странах с формирующимися рынками, уделяя особое внимание операциям с внешним сектором. Мы утверждаем, что в условиях свободного курсообразования и отсутствия целей по накоплению золотовалютных резервов у центрального банка операции с внешним сектором, скорее всего, не будут играть значительную роль в формировании денежного предложения. Мы иллюстрируем наши доводы, рассматривая фактические денежные потоки в России и Корее, а также проводя канонический корреляционный анализ для выборки развивающихся стран.

**Ключевые слова:** денежное предложение, потоки капитала, отношение кредитов к депозитам, страны с формирующимися рынками.

**JEL-классификация:** E51, F30, G21.

## ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ .....	5
1. ИСТОЧНИКИ УТЕЧЕК ДЕПОЗИТОВ.....	6
2. КАННИЧЕСКИЙ КОРРЕЛЯЦИОННЫЙ АНАЛИЗ .....	12
2.1. Исходные данные .....	12
2.2. Метод .....	12
2.3. Результаты .....	13
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	15
ЛИТЕРАТУРА .....	16
<b>Приложение</b> .....	<b>18</b>

## ВВЕДЕНИЕ

Деньги создаются банковским кредитованием. Когда банк выдает кредит, в его бухгалтерском балансе кредит появляется в качестве вновь созданного нового актива, а депозит – в качестве вновь созданного пассива. Таким образом, когда банки кредитуют заемщиков, они тем самым создают новые депозиты, которыми заемщики (изначально) владеют. Эти депозиты могут впоследствии быть использованы в качестве средства платежа и распределиться между клиентами различных банков. Такая интерпретация механизма создания денежного предложения описывается во многих (пусть и несколько разнородных) теоретических моделях (Goodley and Lavoie (2007), Jakab and Kumhof (2015), Brunnermeier and Sannikov (2016), Hanson et al. (2015)), находит эмпирическое подтверждение (Badarudin et al. (2013), Werner (2014)) и широко распространена в современной практике монетарного анализа (ECB (2011), McLeay et al. (2014), Borio and Disyatat (2015), Тулин (2012)). Одним из следствий понимания того, что деньги являются побочным продуктом кредита, являются предложения (см., например, Friedman (2012), Turner (2013)) сместить фокус монетарного анализа с пассивов банковской системы на активы (т.е. с денег на кредиты). В соответствии с этой концепцией получение кредита увеличивает покупательскую способность экономических агентов и, соответственно, имеет макроэкономические последствия. Последующее образование различных комбинаций инструментов на пассивной стороне баланса банковской системы уже не имеет существенного значения.

Тем не менее в современной литературе существует направление исследований, которое придает особое значение денежным агрегатам и, в частности, отклонению в динамике депозитов и кредитов. Одной из причин такого интереса является связь динамики этих показателей с колебаниями важных индикаторов финансовой стабильности, таких как отношения кредитов к депозитам и показателя чистого стабильного фондирования (NSFR). Так, Nahm et al. (2013) указывают на то, что опережающий рост небазовых (*non-core*) банковских обязательств является предвестником валютных и кредитных кризисов. Более того, Kim et al. (2013) и Chyung et al. (2015) утверждают, что определенная часть денежных агрегатов представляет собой небазовую (т.е. нестабильную) часть банковских обязательств. В частности, Chyung et al. (2015) указывают на то, что денежная масса может увеличиваться вследствие трансграничных операций нефинансовых организаций. В данной работе мы подробнее рассмотрим этот механизм формирования, а также другие аспекты формирования денежного предложения в развивающихся странах.

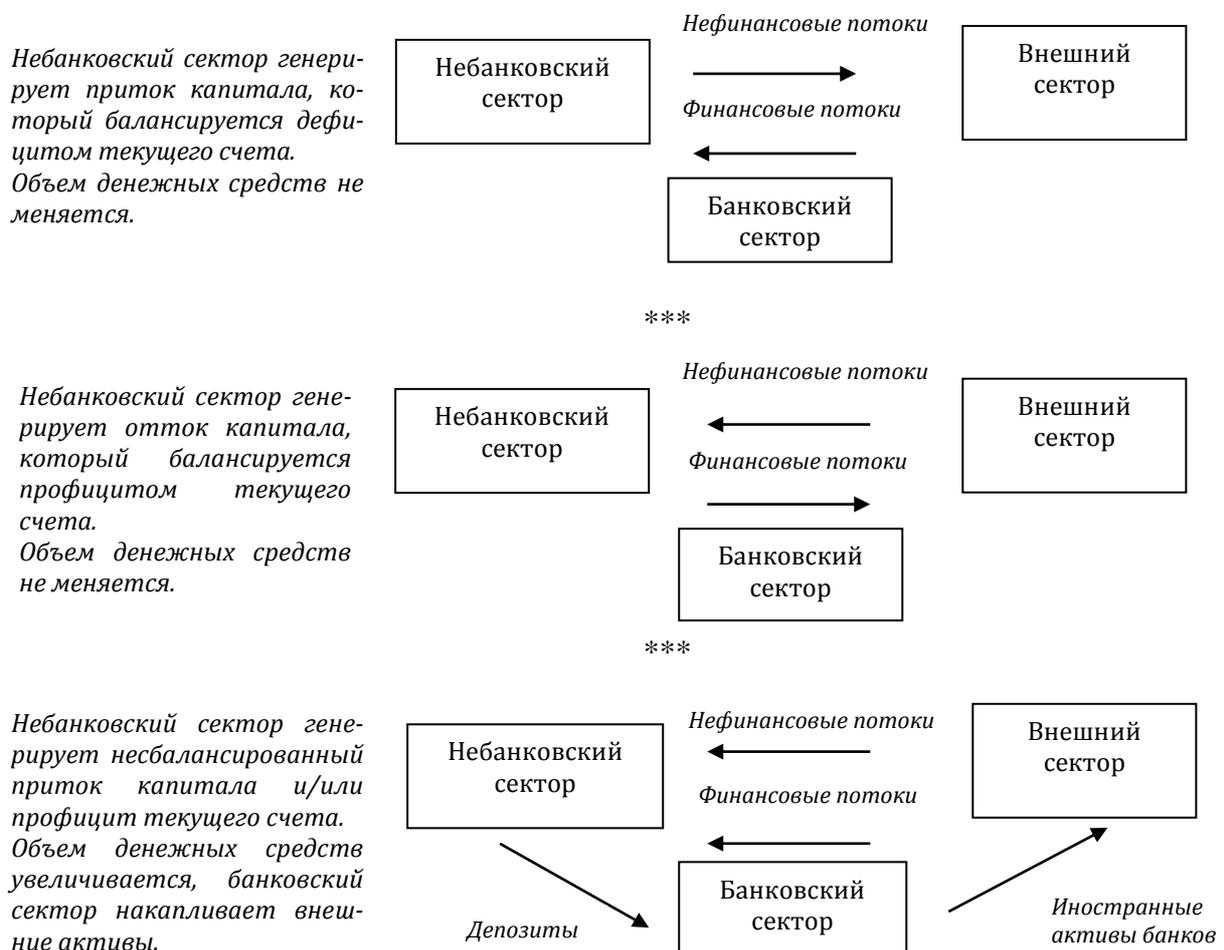
В первой главе настоящего исследования приводится схематическое описание финансовых потоков, которые определяют расхождение в динамике кредитов и депозитов, а также рассматривается фактическая динамика этих потоков в России. Во второй главе представлены результаты эмпирического анализа, направленного на выявление наиболее характерной структуры таких потоков для выборки развивающихся стран.

## 1. ИСТОЧНИКИ УТЕЧЕК ДЕПОЗИТОВ

Кредиты создают депозиты, но они не обязательно им равны. Процессы, которые приводят к тому, что динамика депозитов отклоняется от динамики кредитов, иногда называются утечками (*leakages*). Источниками таких утечек являются трансакции между реальным сектором и другими секторами: сектором государственного управления, банковским сектором и внешним сектором. В данной работе мы сконцентрируемся на последних.

Небанковский сектор может осуществлять финансовые и нефинансовые внешние операции (рисунок 1). Сумма этих операций определяет изменение объема денежных средств, которым владеет небанковский сектор. Заметим, что в статистике платежного баланса сумма внешних трансакций финансового сектора очевидно равна сумме внешних трансакций банковского сектора. Если предположить, что банковский сектор не осуществляет нефинансовых трансакций, то изменение чистых иностранных активов банковского сектора может рассматриваться как сальдирующий показатель для внешних трансакций небанковского сектора (в работе Вê Duc et al. (2008) подробно рассматривается монетарное представление платежного баланса).

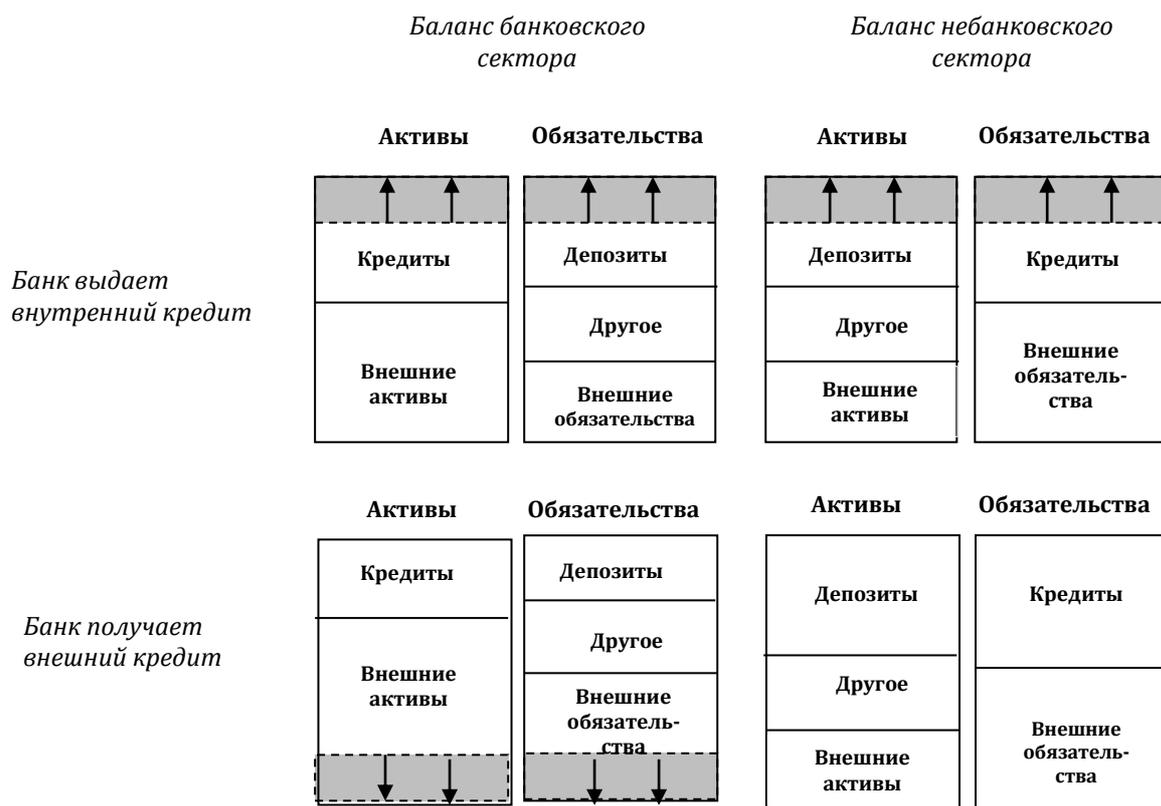
**Рисунок 1.** Денежные потоки при внешних трансакциях

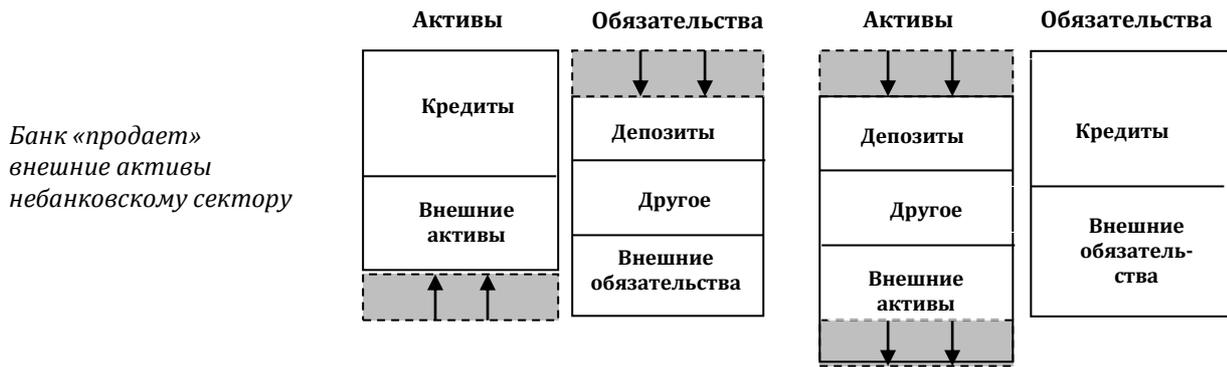


Таким образом, рост чистых иностранных активов является обязательным условием для роста депозитов вследствие внешних трансакций. Можно также утверждать, что накопление чистых иностранных активов банковским сектором предопределяет рост депозитов вследствие внешних операций.

Очевидно, это означает и то, что рост чистых внешних обязательств банковского сектора механически связан с соответствующим сокращением депозитов. Таким образом, утверждение, что банки заимствуют за рубежом, когда им не хватает депозитов для того, чтобы выдать кредит, является некорректным. Разумеется, путем нескольких последовательных трансакций банки могут расширить активную часть своих балансов за счет кредитов и пассивную – за счет внешних обязательств (рисунок 2). В качестве первого шага можно рассмотреть выдачу кредита (и, соответственно, создание депозита). Аналогичным образом банки могут получить внешний заем (и, соответственно, внешний актив). Для изменения чистой позиции вновь полученные внешние активы должны быть «проданы» небанковскому сектору (или, точнее, использованы для осуществления расчетов по операциям небанковского сектора). При этом будут происходить следующие изменения в платежном балансе: приток капитала в банковской сектор будет сбалансирован либо оттоком капитала из небанковского сектора, либо ухудшением текущего счета платежного баланса. Оба варианта подразумевают сокращение депозитов небанковского сектора.

**Рисунок 2.** Расширение банковских балансов за счет кредитов и внешних обязательств





Связь между изменениями чистых иностранных активов банковского сектора и внешними трансакция небанковского сектора также является значительным ограничением для формирования денежного предложения через этот канал. Изменение чистых иностранных активов обычно связано с изменением чистой валютной позиции банков, которая в большинстве стран регулируется надзорными требованиями. Таким образом, возможность коммерческих банков по наращиванию иностранных активов/обязательств представляется ограниченной. Однако у центральных банков такая возможность есть.

Для иллюстрации данного тезиса рассмотрим две экономики: Южной Кореи и России. Эти два примера показательны, так как чистые иностранные активы в этих странах существенно менялись за последние несколько десятилетий (хотя и по разным причинам). Банк России до 2009 года проводил политику управляемого валютного курса и в 2006–2008 годах аккумулировал значительный объем резервов, стремясь не допустить укрепления рубля. У Банка Кореи не было явного целевого уровня для обменного курса, и процентная ставка являлась основным инструментом денежно-кредитной политики. Тем не менее Банк Кореи также сформировал значительный запас международных резервов, проводя стерилизованные интервенции на валютном рынке. В обоих случаях вклад коммерческих банков в колебания чистых иностранных активов банковской системы был ограничен (рисунок 3).

Далее мы представим более детальный анализ денежных потоков в данных странах. Для этого мы выразим изменение депозитов через другие показатели баланса банковской системы<sup>1</sup>:

$$\Delta D = \Delta C^P + \Delta NC^G + \Delta NFA + \Delta OTHER, \quad (1)$$

где  $D$  – банковские депозиты,

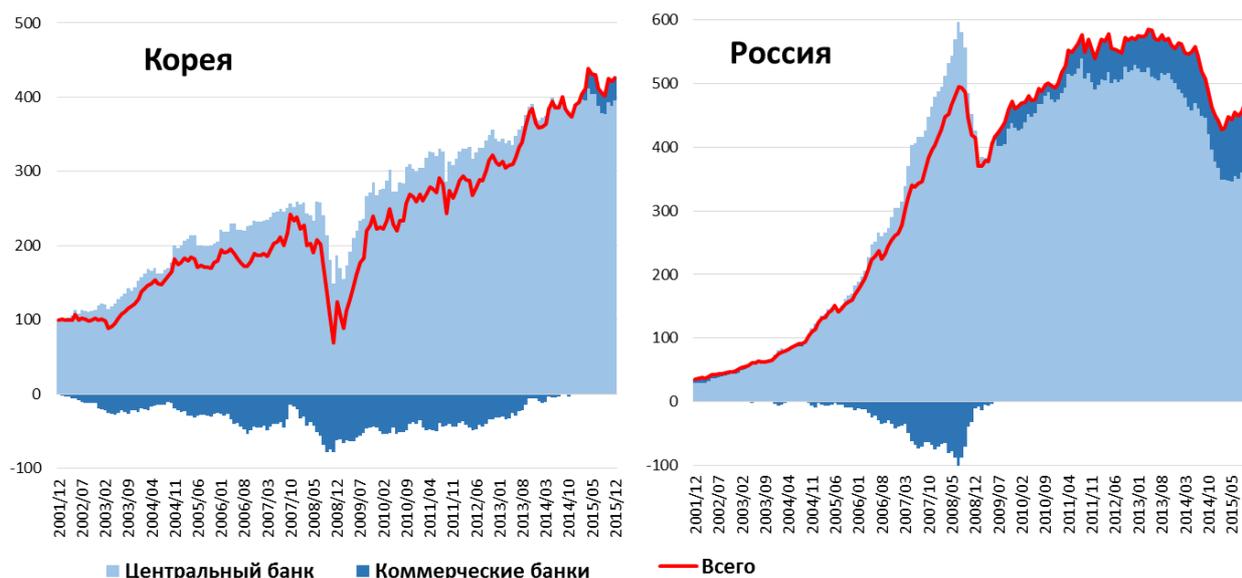
$C^P$  – кредит частному небанковскому сектору,

$NC^G$  – чистые требования к органам государственного управления,

$NFA$  – чистые иностранные активы банковского сектора,

$OTHER$  – балансирующий показатель.

<sup>1</sup> Такой подход регулярно использовался, например, в месячных бюллетенях ЕЦБ.

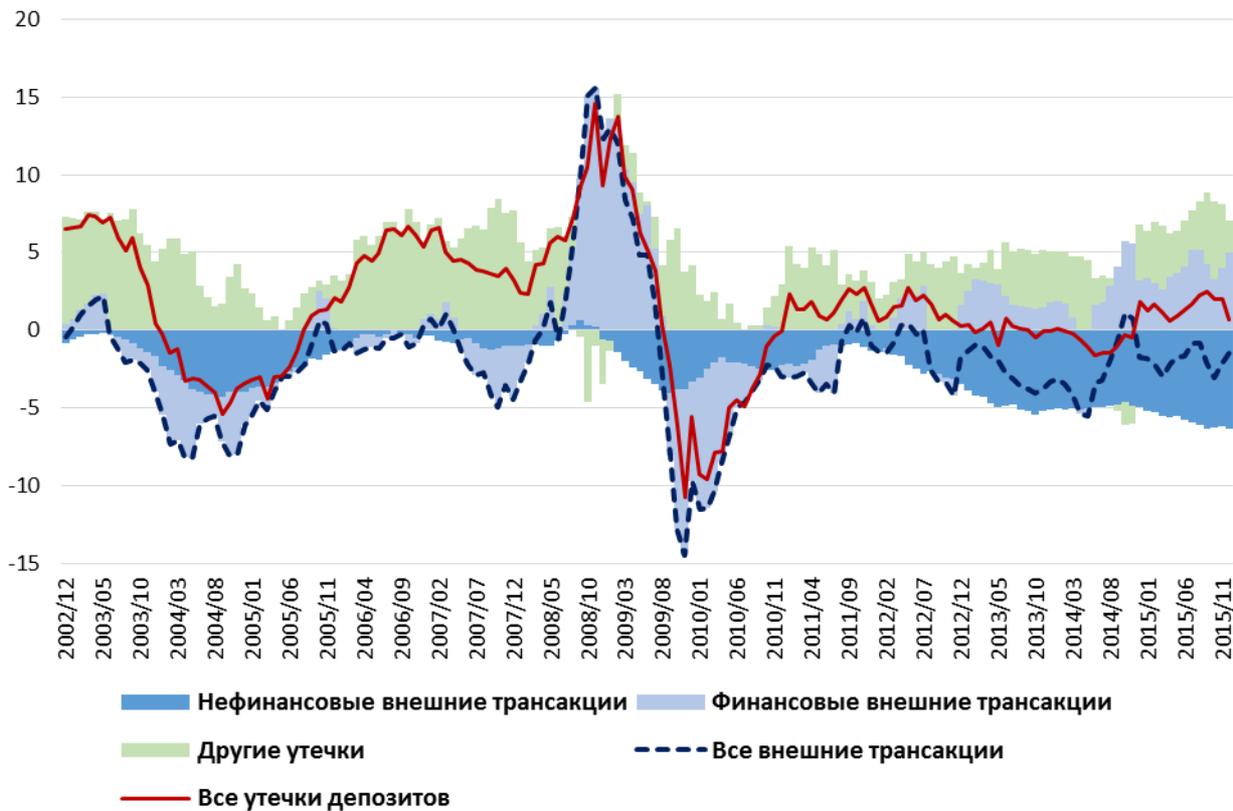
**Рисунок 3.** Чистые иностранные активы банковской системы (млрд долларов США)

Для наглядности мы преобразуем данную запись. Как отмечалось выше, мы можем выразить  $\Delta NFA$  как сумму нефинансовых внешних трансакций небанковского сектора (NFET, в качестве этого показателя использовался профицит текущего счета платежного баланса) и финансовых внешних трансакций небанковского сектора (FET, показатель рассчитывался как  $NFET - \Delta NFA$ ). Для России мы также разложим  $\Delta NC^G$  на изменение чистого кредита коммерческих банков органам государственного управления ( $\Delta C^G$ ) и изменение чистых обязательств Банка России перед органами государственного управления, которое отражает динамику суверенных фондов. Таким образом, мы можем выразить утечки депозитов (т.е. разницу между изменением кредитов и депозитов) как:<sup>2</sup>

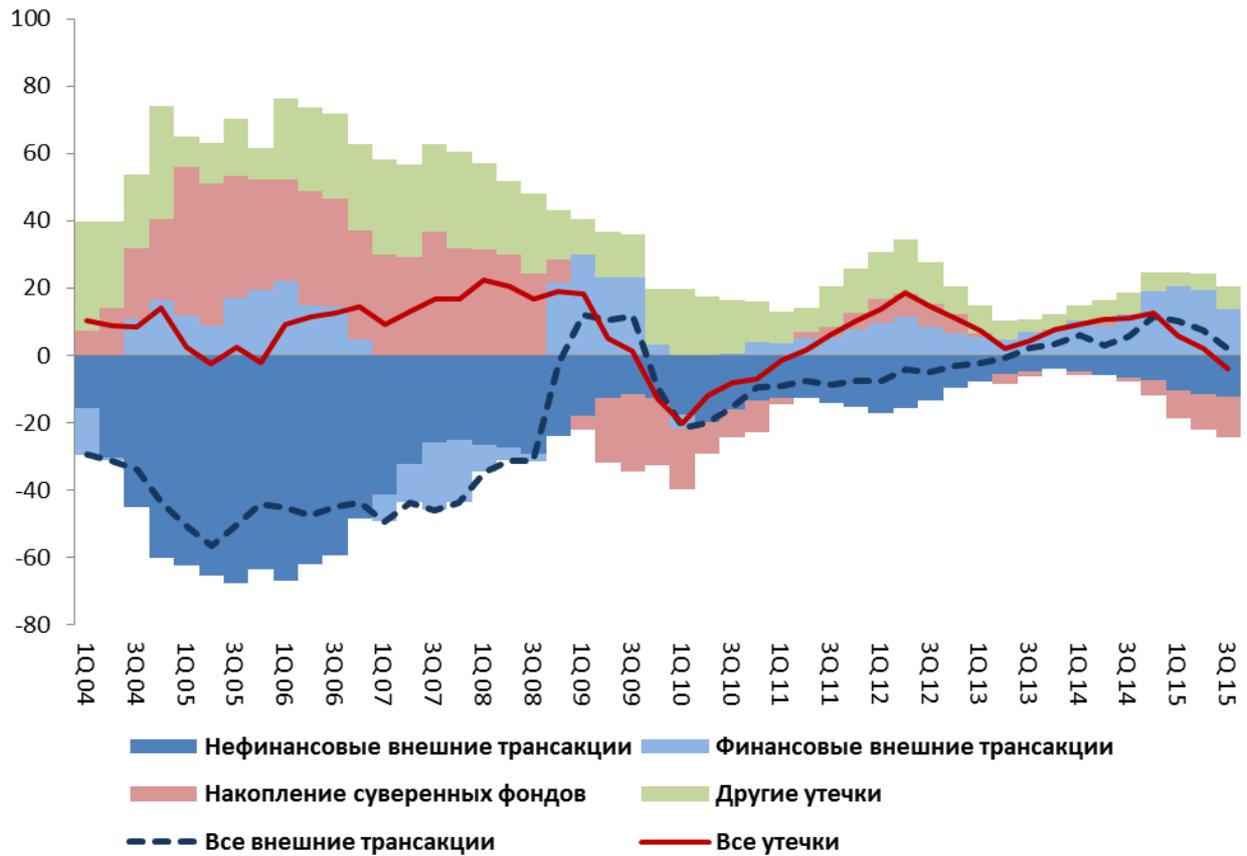
$$\underbrace{\Delta C^P + \Delta C^G - \Delta D}_{\text{утечки депозитов}} = \underbrace{FET - NFET}_{\text{внешние трансакции}} + \Delta SF + \Delta OTHER. \quad (2)$$

Сначала мы рассмотрим динамику этих потоков в Корее (рисунок 4). В экономике этой страны внешние (как торговые, так и финансовые) операции способствовали росту денежного предложения в 2004–2005 годах. В 2008–2009 годах резкие колебания финансовых потоков отразились на денежном предложении в условиях активных интервенций Банка Кореи на валютном рынке. Начиная с 2011 года утечки депозитов, связанные с внешними операциями, были в целом незначительными, однако в 2013 году отток капитала из банковского сектора происходил в условиях увеличения профицита текущего счета платежного баланса, что обусловило прирост денежного предложения.

<sup>2</sup> В этой главе мы используем данные, представленные на официальных сайтах Банка Кореи и Банка России. Мы корректируем изменение чистых иностранных активов на эффект от курсовой переоценки.

**Рисунок 4.** Чистые иностранные активы банковской системы (млрд долларов США)

Далее мы рассмотрим динамику данных денежных потоков в России (рисунок 5). До 2009 года внешние операции играли значительную роль в формировании денежного предложения. Большой профицит текущего счета платежного баланса не полностью компенсировался оттоком капитала из небанковского сектора. Более того, в 2007–2008 годах приток денежных средств происходил как по торговому, так и по финансовому каналу. В конце 2008 – начале 2009 года внешние трансакции обусловили сокращение денежного предложения. Эти процессы были возможны из-за политики управляемого валютного курса, проводимой Банком России в этот период. Международные резервы накапливались, чтобы предотвратить укрепление рубля до кризиса 2008 года, и продавались во время кризиса. После 2009 года происходил постепенный переход к гибкому курсообразованию, который привел к балансированию финансовых и нефинансовых трансакций и, соответственно, предопределил снижение роли внешних операций в формировании денежного предложения. Даже в условиях значительных изменений во внешних условиях в 2015–2015 годах внешние операции практически не оказали прямого воздействия на динамику широкой денежной массы в России.

**Рисунок 5.** Утечки депозитов в России (изменение за четыре квартала, % депозитов)

## 2. КАНОНИЧЕСКИЙ КОРРЕЛЯЦИОННЫЙ АНАЛИЗ

В этой главе мы проанализируем утечки депозитов для выборки стран с формирующимися рынками. Мы приведем предварительное описание наиболее распространенной структуры оттоков и притоков, которые определяют колебания банковских депозитов.

### 2.1. Исходные данные

Мы разделяем показатели денежных потоков, которые определяют колебания депозитов, на притоки и оттоки<sup>3</sup>.

Показатели притоков включают изменение требований банковского сектора к частному небанковскому сектору ( $\Delta C^P$ ), изменение требований банковского сектора к органам государственного управления ( $\Delta C^G$ ) и нефинансовые внешние трансакции небанковского сектора (NFET, в качестве этого индикатора используется профицит текущего счета платежного баланса).

Показатели оттоков включают изменение обязательств банков в виде акций и прочих формах участия в капитале ( $\Delta CAP$ ), изменение в наличной валюте вне банковской системы ( $\Delta CASH$ ), финансовые внешние трансакции небанковского сектора (FET, рассчитывается как NFET за вычетом изменения чистых иностранных активов банковской системы).

Мы также добавляем балансирующую переменную «другие оттоки» (OTHER, рассчитывается как разница между вышеупомянутыми притоками и оттоками за вычетом изменения депозитов).

Наша выборка содержит данные по 37 развивающимся странам (см. таблицу 3 в Приложении). Мы используем годовые данные в основном для периода 2002–2014 годов, что дает нам 471 наблюдение<sup>4</sup>.

Нашим основным источником данных была база данных IMF IFS. Данные по текущему счету платежного баланса и валютному курсу брались из базы данных Всемирного банка WDI.

Все переменные берутся в процентах к активам банковской системы (см. таблицу 4 в Приложении).

### 2.2. Метод

Мы используем метод канонических корреляций, предложенный Хотеллингом (Hotelling (1935, 1936)), который нередко применяется для анализа балансовых показателей (Stowe et al. (1980), Simonson et al. (1983), Obben and Shanmugan (1993), DeYong and Yom (2008)). В каноническом анализе вектор весов для двух наборов индикаторов (в нашем

<sup>3</sup> Наше разделение является в значительной степени условным, так как направление потоков может потенциально быть любым. Приведенное ниже деление просто отражает наиболее часто встречающееся направление для данной выборки стран.

<sup>4</sup> Выбор стран определялся наличием информации в базе данных IMF IFS database. При этом страны еврозоны исключались из выборки целенаправленно.

случае – притоков и оттоков) находится таким образом, чтобы максимизировать корреляцию между линейными комбинациями данных показателей, рассчитанными с помощью полученных канонических весов.

Линейные комбинации называются каноническими величинами. Могут быть найдены несколько пар векторов весов таким образом, чтобы каждая следующая каноническая величина не была коррелирована с предыдущими. Число канонических величин ограничено количеством индикаторов в наименьшем наборе (в нашем случае это три индикатора в наборе притоков). Для определения статистической значимости полученных канонических величин мы используем показатель Wilk's lambda, предполагая распределение хи-квадрат (Bartlett (1941)).

Интерпретация канонических величин может производиться с учетом канонических коэффициентов. Канонические коэффициенты рассчитываются как корреляции изначальных индикаторов с соответствующими каноническими величинами.

### 2.3. Результаты

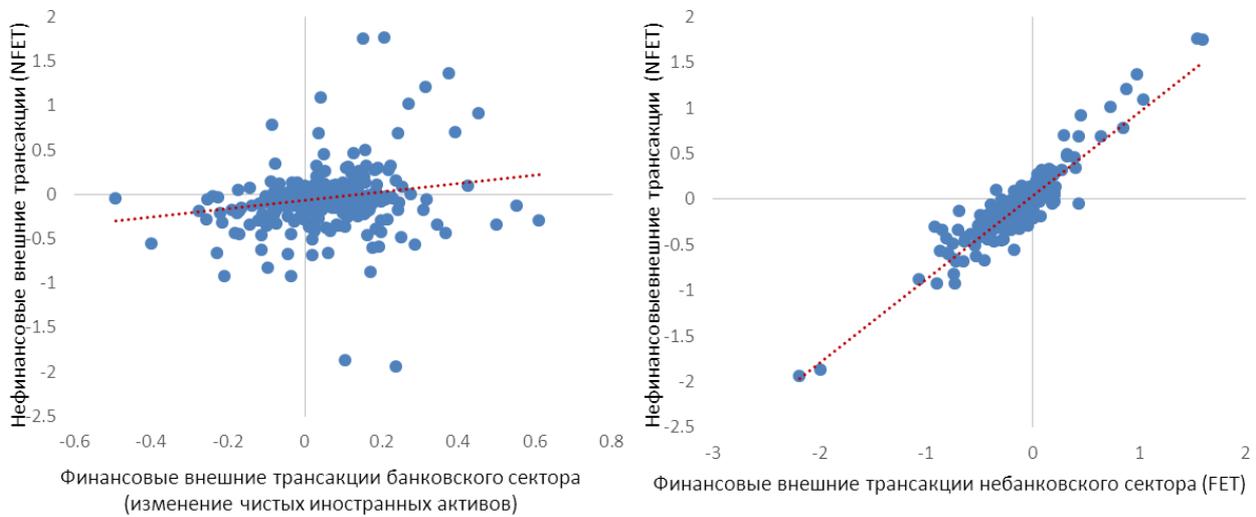
Мы нашли три пары канонических величин, последняя из которых не является статистически значимой (таблица 1). Соответственно, мы исключаем ее из дальнейшего анализа.

**Таблица 1.** Статистическая значимость канонических функций

Каноническая функция	Каноническая корреляция	Wilk's lambda	Хи-квадрат тест (уровень значимости)
от 1 до 3	0.97	0.03	0.00
от 2 до 3	0.63	0.58	0.00
от 3 до 3	0.19	0.96	0.98

Канонические коэффициенты приведены в таблице 2. Первый набор корреляций (каноническая функция I) между притоками и оттоками легко интерпретируется. Как и можно было ожидать, приток денежных средств из внешнего сектора обычно сильно коррелирован с оттоком средств в этот сектор (канонические коэффициенты у показателей NFET и FET превышают 0.9). Это свидетельствует о том, что внешние нефинансовые трансакции реального сектора обычно уравновешиваются соответствующими финансовыми трансакциями этого же (а не банковского) сектора. Этот тезис визуализирован на рисунке 6, который соотносит нефинансовые внешние трансакции с финансовыми трансакциями в банковском и небанковских секторах. Таким образом, влияние на формирование денежного предложения не оказывается. Такая взаимосвязь не связана с динамикой других потоков (корреляция других индикаторов с данной парой канонических величин низкая).

**Рисунок 6.** Корреляция нефинансовых внешних трансакций с финансовыми внешними трансакциями в банковском и небанковском секторах



Второй набор корреляций менее содержателен. На его основе можно сделать вывод о том, что рост кредита частному сектору (коэффициент при  $\Delta CP$  составляет 0.94) в некоторой степени коррелирован с инвестициями в альтернативные внутренние финансовые активы (коэффициенты при  $\Delta CAP$ ,  $\Delta CASH$  и  $OTHER$  составляют 0.4–0.5), но не связан с оттоком капитала (коэффициент при  $FET$  -0.34).

**Таблица 2.** Канонические коэффициенты

Переменная	Каноническая функция	
	I	II
<i>Притоки:</i>		
$\Delta C^P$	0.13	0.96
$\Delta C^G$	0.21	-0.07
NFET	0.94	-0.29
<i>Оттоки:</i>		
$\Delta CAP$	0.03	0.39
$\Delta CASH$	0.25	0.56
FET	0.94	-0.34
OTHER	0.23	0.46

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Одним из следствий понимания того, что деньги являются побочным продуктом кредита, являются предложения сместить фокус монетарного анализа с пассивов банковской системы на активы (т.е. с денег на кредиты). Тем не менее в современной литературе существует направление исследований, которое придает особое значение денежным агрегатам и, в том числе, отклонению в динамике депозитов и кредитов. В частности, ряд работ указывает на то, что несбалансированный рост денежной массы может происходить вследствие трансграничных операций нефинансовых организаций. В этой работе мы обсуждаем эти тезисы в приложении к странам с формирующимися рынками.

Во-первых, мы утверждаем, что предположение о том, что банки заимствуют за рубежом, когда им не хватает депозитов для того, чтобы выдать кредит, является некорректным. Банки создают эквивалентный объем депозитов в момент выдачи кредита. Скорее, можно утверждать, что утечка депозитов через внешние трансакции приводит к росту внешних обязательств банковской системы. Нельзя исключать и ситуацию, когда стремление банковской системы нарастить чистые внешние обязательства предопределяет утечку депозитов.

Во-вторых, мы рассматриваем связь между денежным предложением и изменением чистых иностранных активов банковской системы. В развивающихся странах (не находящихся в валютном союзе) изменение чистых иностранных активов обычно связано с изменением чистой валютной позиции. Соответственно, масштаб таких колебания представляется ограниченным, если только речь не идет о чистых иностранных активах центрального банка. Данный тезис подтверждается динамикой денежных потоков в выборке развивающихся стран. Это означает, что при текущем режиме денежно-кредитной политики внешние трансакции не будут оказывать существенного прямого влияния на динамику денежного предложения в России. Денежная масса будет формироваться преимущественно под влиянием кредитной активности банков, а также в зависимости от использования суверенных фондов.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Badarudin, Z. E., M. Ariff and M. Khalid (2013) "Post Keynesian money endogeneity evidence in G7 Economies." *Journal of International Money and Finance* 33: 146–162.
2. Bartlett, M. S. (1941) "The Statistical Significance of Canonical Correlations." *Biometrika* 32 (1): 29-37.
3. Bê Duc, L., F. Mayerlen and P. Sola (2008) "The monetary presentation of the euro area balance of payments." ECB Occasional Paper Series No 96.
4. Berg, A. S. (2012) "The declining deposit to loan ratio – What can the banks do?" Norges Bank Staff Memo Nr. 28.
5. Borio, C. and P. Disyatat (2015) "Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously." BIS Working Papers No 525.
6. Brunnermeier, M. and Y. Sannikov (2016) "The i Theory of Money." Manuscript, Princeton University.
7. Chung, K., J.-E. Lee, E. Loukoianova, H. Park and H.S. Shin (2015) "Global liquidity through the lens of monetary aggregates." *Economic Policy* (April): 231–290.
8. DeYong, R. and C. Yom (2008) "On the Independence of Assets and Liabilities: Evidence from U.S. Commercial Banks, 1990–2005." FDIC Center for Financial Research Working Paper No. 2008-05.
9. ECB (2011) "The supply of money – bank behaviour and the implications for monetary analysis." *Monthly Bulletin*, October.
10. Friedman, B.J. (2012) "Monetary Policy, Fiscal Policy, and the Efficiency of Our Financial System: Lessons from the Financial Crisis." *International Journal of Central Banking* 8 (1): 301–309.
11. Godley, W. and M. Lavoie (2007) "Monetary economics: an integrated approach to credit, money, income, production and wealth." Palgrave Macmillan, Basingstoke.
12. Hahm, J.-H., H.S. Shin and K. Shin (2013) "Non-core bank liabilities and financial vulnerability." *Journal of Money, Credit and Banking* 45: 3–36.
13. Hanson, S.G., Shleifer, A., Stein, J.C. and R.W. Vishny (2015) "Banks as patient fixed-income investors." *Journal of Financial Economics* 117: 449–469.
14. Hotelling, H. (1935) "The Most Predictable Criterion." *Journal of Educational Psychology* 26: 139–142.
15. Hotelling, H. (1936) "Relations Between Two Sets of Variables." *Biometrika* 28: 321–377.

16. Jakab, Z. and M. Kumhof (2015) "Banks are not intermediaries of loanable funds — and why this matters." Bank of England Working Paper No. 529.
17. Kauko, K. (2015) "The net stable funding ratio requirement when money is endogenous." Bank of Finland Research Discussion Papers 1.
18. Kim, H.J., H.S. Shin and J. Yun (2013) "Monetary Aggregates and the Central Bank's Financial Stability Mandate." *International Journal of Central Banking* 9(1): 69–107.
19. Kuzin, V. and F. Schobert (2015) "Why does bank credit not drive money in Germany (any more)?" *Economic Modelling* 48: 41–51.
20. McLeay, M., A. Radia and R. Thomas (2014) "Money creation in the modern economy." *Bank of England Quarterly Bulletin* 54 (1): 14–27.
21. Obben, J. and B. Shanmugam. (1993) "Canonical Correlation Analysis of Asset/Liability Structures of Malaysian Financial Institutions," (Edited by Theodore Bos and Thomas A. Fetherston), *Research in International Business and Finance*, vol. 10. Greenwich, Conn. and London: JAI Press.
22. Simonson, D., J. Stowe, and C. Watson. (1983) "A Canonical Correlation Analysis of Commercial Bank Asset/Liability Structures." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 18: 125–140.
23. Stowe, J., C. Watson, and T. Robertson. (1980) "Relationships between the Two Sides of the Balance Sheet: A Canonical Correlation Analysis." *Journal of Finance* 35: 973–980.
24. Tobin, J. (1982) "The Commercial Banking Firm: A Simple Model." *Scandinavian Journal of Economics* 84(4): 495–530.
25. Turner, A. (2013) "Credit, Money and Leverage." Stockholm School of Economics Conference, 12 September.
26. Werner, R. (2014) "Can Banks Individually Create Money Out of Nothing? The Theories and the Empirical Evidence." *International Review of Financial Analysis* 36: 1–19.
27. Тулин, Д. Сила денег: очерки по вопросам денежного обращения, кредита и банковского дела. М.: Российская академия предпринимательства; Наука и образование, 2012.

## Приложение

**Таблица 3.** Страны в выборке

Армения	Исландия	Филиппины
Азербайджан	Индонезия	Польша
Беларусь	Казахстан	Румыния
Боливия	Корея	Россия
Бразилия	Македония	ЮАР
Болгария	Малайзия	Таджикистан
Чили	Мексика	Таиланд
Колумбия	Молдова	Турция
Хорватия	Монголия	Украина
Чехия	Марокко	Уругвай
Египет	Нигерия	Венесуэла
Грузия	Пакистан	
Венгрия	Парагвай	

Временная выборка для Венесуэлы и Таиланда включает данные за 2005–2013 годы, для Марокко – 2002–2013 годы, для остальных стран – 2002–2014 годы.

**Таблица 4.** Статистика переменных

Переменная	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
<i>Притоки:</i>				
$\Delta C^P$	0.135	0.155	-0.281	1.044
$\Delta C^G$	0.001	0.075	-0.566	0.385
NFET	-0.046	0.282	-1.946	1.760
<i>Оттоки:</i>				
$\Delta CAP$	0.026	0.064	-0.796	0.332
$\Delta CASH$	0.024	0.044	-0.039	0.445
FET	-0.087	0.283	-2.185	1.598
OTHER	0.014	0.106	-0.507	1.252