УДК 336.7(470+571)

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ: АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ НА СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОЦЕССЫ В РОССИЙСКИХ РЕГИОНАХ

К.В. КРИНИЧАНСКИЙ,
доктор экономических наук,
профессор кафедры финансов и финансового права
E-mail: kkrin@ya.ru
Южно-Уральский государственный университет (НИУ),
Челябинск

В статье разработана методология анализа развития финансовых рынков и финансовых институтов на региональном уровне. Раскрыты проблемы совершенствования информационной базы, выработки критериев и составления индикаторов финансового развития в регионах. Предложенный подход позволил выявить процесс формирования взаимосвязи экономического и финансового развития в российских регионах.

Применен метод корреляционного анализа. Обнаружена высокая взаимосвязь задолженности по кредитам юридических лиц и инвестиций в основной капитал и ВРП, а также темпов роста кредитов физических лиц и динамики выпуска облигаций. Отмечено, что в регионах, работающих с инвесторами в рамках программ выпуска и обслуживания субфедеральных облигаций, наблюдается более тесная связь предоставляемого банками кредита с инвестициями в основной капитал и с подушевым региональным выпуском.

Анализ на основе группировок позволил выявить закономерность, в соответствии с которой коэффициенты корреляции оказываются выше в тех группах регионов, где выше значение доли регионального ВРП в сумме ВРП всех регионов. Кроме того, показано, что складывающаяся в регионах модель роста предполагает существенное усиление роли новых механизмов финансирования (жилищной ипотеки), и их потенциал свидетельствует об ожидаемом расширении данного сегмента рынка. Выявлена значимость позиционирования региона как самостоятельного участника публичного долгового рынка. Показано, что ВРП региона и темпы роста инвестиций в основной капитал растут более высокими темпами в регионах, которые имеют опыт регулярных заимствований на рынке субфедеральных облигаций, и что в данной категории регионов прослеживается более тесная связь кредитов с инвестициями и выпуском.

В ходе исследования разработаны рекомендации для более глубокого развития финансового рынка в российских регионах.

***Ключевые слова**: экономический рост и его факторы, финансовые рынки в регионах, пространственная экономика, региональная политика*

Экономисты нечасто выбирают предметом своих исследований влияние финансовых рынков на динамику регионального развития. Это справедливо не только для России, но и для других стран, государственное устройство и структура экономики которых подразумевают региональное деление. По мнению автора, это влияние существенно, и в последние годы оно возрастает. Поэтому изучение воздействия финансовых рынков на развитие российских регионов — чрезвычайно актуальная тема.

Проблема взаимосвязи финансового и экономического развития вошла в повестку дня экономической науки относительно недавно, главным образом в 1980-х и 1990-х гг. Разработка этой темы и методологии исследований обязана таким авторам, как Дж. Герли и Э. Шоу, Р. Голдсмит, М. Джетлер, В. Бенсивенга и В. Смит, Н. Рубини

и К. Сала-и-Мартин, Р. Атже и Б. Джованович, Р. Кинг и Р. Ливайн, Ф. Чинтарелли, А. Демиргуч-Кунт и Р. Ливайн, Р. Ла Порта, Ф. Лопез ди Силанес, А. Шляйфер, Р. Вишни, Р. Раджан и Л. Зингалес, П. Уочтел [8–14, 16–20]. Среди работ, опубликованных на русском языке, следует отметить труды А. Ведева и Ю. Данилова [1], Я. Миркина [3], С. Мошенского [4], Б. Рубцова [5]. В соответствии с данными исследованиями между финансовым и экономическим развитием наблюдается сложная взаимосвязь, в которой прослеживается как прямое, так и обратное влияние, при этом сила взаимосвязи может варьировать от одной страны к другой и от одного периода к другому в зависимости от определенных условий. При этом большинство эмпирических исследований показывает, что прямое влияние финансов на реальную экономику более существенно по сравнению с обратным.

Значимым итогом исследований является обоснование представления финансового развития как сложного процесса, определяемого набором факторов и условий, среди которых [1]:

1) глубина финансовой либерализации;

2) превалирующая форма собственности на кредитные институты;

3) характерные черты преобладающей модели корпоративного владения и управления учреждениями финансового сектора;

4) принадлежность страны к правовой традиции и степень защиты прав собственности;

5) влияние элит и групп специальных интересов на развитие институтов;

6) транспарентность эмитентов и заемщиков (в том числе уровень развития стандартов раскрытия информации, качество финансовой отчетности и пр.).

Таким образом, развитие экономики зависит от развития финансовой системы и процессов на финансовых рынках, которые являются результатом воздействия третьих факторов и условий. Это особенно важно, если объектом исследования являются молодые формирующиеся рынки (например, российский), так как при этом возникает возможность противостоять двум, по мнению автора, некорректным тезисам. Согласно первому тезису финансовые рынки развивающихся экономик малосущественны для развития. Согласно второму тезису развитие финансового сектора и финансовых рынков несет экономике больше минусов, чем плюсов, так как они накапливают риски и переносят внешние шоки, что сильно вредит реальной экономике. Эти тезисы можно опровергнуть.

Во-первых, (рыночная) финансовая система в странах, относящихся к формирующимся рынкам, как правило, очень слаба, что и определяет ее низкую значимость. Например, в России причинами слабости финансовой системы являются:

— доминирование государственной собственности на финансовые учреждения (банки, фондовые биржи), на крупнейшие листинговые компании;

— уязвимость работы институтов защиты прав собственности и контрактных прав;

— сдерживающее развитие финансовых институтов и давление влиятельных элит и т.д.

Постепенное преодоление этих недостатков неизбежно приведет к структурно-функциональной трансформации экономической модели и росту значения финансовых рынков для экономики.

Во-вторых, возникающие на финансовых рынках шоки не страшны, когда эти рынки слишком малы, чтобы оказать негативное воздействие на реальную экономику. Они страшны тогда, когда базируются на развитой финансовой системе, в которой минимизировано влияние асимметричной информации и риска злоупотреблений, созданы и отработаны специальные механизмы, контролирующие негативный отбор, и, как следствие, информационная эффективность финансового рынка оказывается высока.

Наконец, следует отметить актуальность изучения развития финансовых рынков в региональном разрезе. Эта тема малопопулярна, однако в ряде работ она все же нашла свое отражение (например, исследования Я. Миркина и Ю. Сизова) [2, 6]. Авторы подобных исследований делают акцент на выявлении таких недостатков, как неравномерность развития, ограниченная функциональность финансовых рынков в регионах. В частности, были обнаружены межрегиональные диспропорции, касающиеся присутствия финансовых посредников и распределения финансовых активов (многократное превалирование Москвы по сравнению с остальными регионами России), а также слабой эмиссионной активности региональных компаний и т.д. Разные возможности и условия участников рынка при проведении операций по привлечению и размещению средств и совершению других трансакций приводят к нарушению действия «закона единой цены», что является основанием для определения российского финансового рынка как крайне фрагментарного.

Еще одна группа исследований посвящена такому специальному направлению изучения финансовых рынков в регионах, как анализ региональных и муниципальных займов в форме выпуска облигаций. Регулярные обзоры, посвященные этой теме, выходят на страницах профессионального журнала «Рынок ценных бумаг»[1].

В данной статье представлен более общий подход к изучению финансовых рынков в контексте их отношения к социально-экономическому развитию регионов. Основная цель — выявление взаимосвязи между динамикой показателей, характеризующих развитие финансовых рынков регионов, и динамикой регионального выпуска и инвестиций. Кроме того, автора интересует поиск факторов, сдерживающих эту взаимозависимость, и причин, не позволяющих ее измерить.

Информационной базой исследования послужили официальные данные Федеральной службы государственной статистики (Росстат), а также публикации и официальные данные Банка России. По причинам неполноты данных и чрезмерного нарушения гомогенности из анализа были исключены следующие субъекты Федерации: Еврейская автономная область, Сахалинская область, Чукотский автономный округ, Республика Ингушетия, Чеченская Республика.

В отечественной регионалистике отсутствует понимание того, что считать индикаторами финансового развития, имея в виду не бюджетную, а именно финансово-рыночную характеристику. В работах зарубежных авторов (Р. Кинг и Р. Ливайн), в которых оценивался уровень развития финансовых рынков и систем отдельных стран [14, 15], в качестве таких индикаторов, например, используются:

— отношение ликвидных обязательств финансовой системы к валовому внутреннему продукту;

— отношение банковского кредита к сумме банковского кредита и внутренних активов Центрального банка;

— отношение кредита, ассигнованного частным предприятиям, к общей сумме внутреннего кредита (исключая межбанковские кредиты);

— отношение объема кредитов, выданных частным предприятиям, к валовому внутреннему продукту.

Ясно, что данные индикаторы не могут быть построены применительно к субъектам Федерации или иным типам регионов (иных крупных территориальных административных единиц) внутри отдельных стран. Поэтому автором был составлен специальный перечень требуемых индикаторов.

Итак, для проверки гипотезы о взаимосвязи между финансовым развитием регионов и их реальной экономикой были построены ряды данных по следующим индикаторам, характеризующим уровень развития финансовой системы регионов (ряды данных строились в абсолютных и темповых значениях с максимальным периодом охвата с 2001 по 2012 г.)[2]:

— число кредитных организаций и их филиалов в субъекте Федерации на 10 тыс. чел. населения;

— число внутренних структурных подразделений кредитных организаций и их филиалов;

— отношение суммы вкладов (депозитов) юридических лиц в рублях и иностранной валюте к размеру валового регионального продукта;

— отношение суммы вкладов (депозитов) физических лиц в рублях и иностранной валюте к размеру валового регионального продукта;

— отношение суммы вкладов (депозитов) юридических и физических лиц в рублях и иностранной валюте к размеру валового регионального продукта;

— отношение суммы задолженности по кредитам в рублях и иностранной валюте, предоставленным кредитными организациями юридическим лицам, к размеру валового регионального продукта;

— отношение суммы задолженности по кредитам в рублях и иностранной валюте, предоставленным кредитными организациями физическим лицам, к размеру валового регионального продукта;

— отношение суммы задолженности по ипотечным жилищным кредитам к размеру валового регионального продукта.

[1] URL: http://www.rcb.ru/rcb/.

[2] Регионы России. Социально-экономические показатели. 2003: стат. сборник. М.: Росстат, 2003, 895 с.; Регионы России. Социально-экономические показатели. 2005: стат. сборник. М.: Росстат, 2005, 982 с.; Регионы России. Социально-экономические показатели. 2006: стат. сборник. М.: Росстат, 2006, 981 с.; Регионы России. Социально-экономические показатели. 2007: стат. сборник. М.: Росстат, 2007, 991 с.; Регионы России. Социально-экономические показатели. 2010: стат. сборник. М.: Росстат, 2010, 996 с.; Регионы России. Социально-экономические показатели. 2013: стат. сборник. М.: Росстат, 2013, 990 с.; Национальные счета России в 2005–2012 годах: стат. сборник. М.: Росстат, 2013, 364 с.; Национальные счета России в 1998–2005 гг.: стат. сборник. М.: Росстат, 2006, 147 с.

В качестве характеристик реальной экономики рассматривались ряды данных (также в абсолютных значениях и темпах роста) по таким показателям, как номинальный ВРП, ВРП на душу населения, инвестиции в основной капитал и инвестиции в основной капитал на душу населения.

Анализ рядов данных позволил обнаружить следующие закономерности.

В регионах России наблюдается процесс насыщения потребителей услугами финансовых посредников. Это подтверждается открытием новых дополнительных (операционных) офисов, операционных касс, кредитно-кассовых офисов кредитных организаций и их филиалов. Официальные данные сайта Банка России (региональный раздел) свидетельствуют о динамике роста числа внутренних структурных подразделений кредитных организаций и их филиалов за последние три года. В целом в России этот показатель с середины 2010 г. по середину 2013 г. вырос в абсолютных цифрах с 37 894 до 43 538 ед. и составил 5 644 подразделения банков и филиалов. Относительный рост был следующим:

— с середины 2010 г. по середину 2011 г. — 2,73%;
— с середины 2011 г. по середину 2012 г. — 4,96%;
— с середины 2012 г. по середину 2013 г. — 3,79%.

Аналогичная картина наблюдалась в последнее десятилетие в процессе проникновения страховых компаний в регионы. Однако из-за отсутствия региональной статистики точные оценки прироста числа офисов данных финансовых посредников в регионах привести невозможно. При этом следует отметить, что определить тенденцию насыщения российских регионов услугами финансовых посредников невозможно с помощью анализа индикатора «Число кредитных организаций и их филиалов в расчете на 10 тыс. населения». В период с 2001 по 2012 г. этот показатель не рос, а снижался. Так, в Центральном федеральном округе он снизился с 0,29 до 0,15, в Уральском федеральном округе — с 0,4 до 0,23, в Москве — с 0,74 до 0,54. При этом наблюдаются усиление концентрации в банковской сфере и оптимизация коммерческими банками своих структур, а не снижение присутствия банков в регионах.

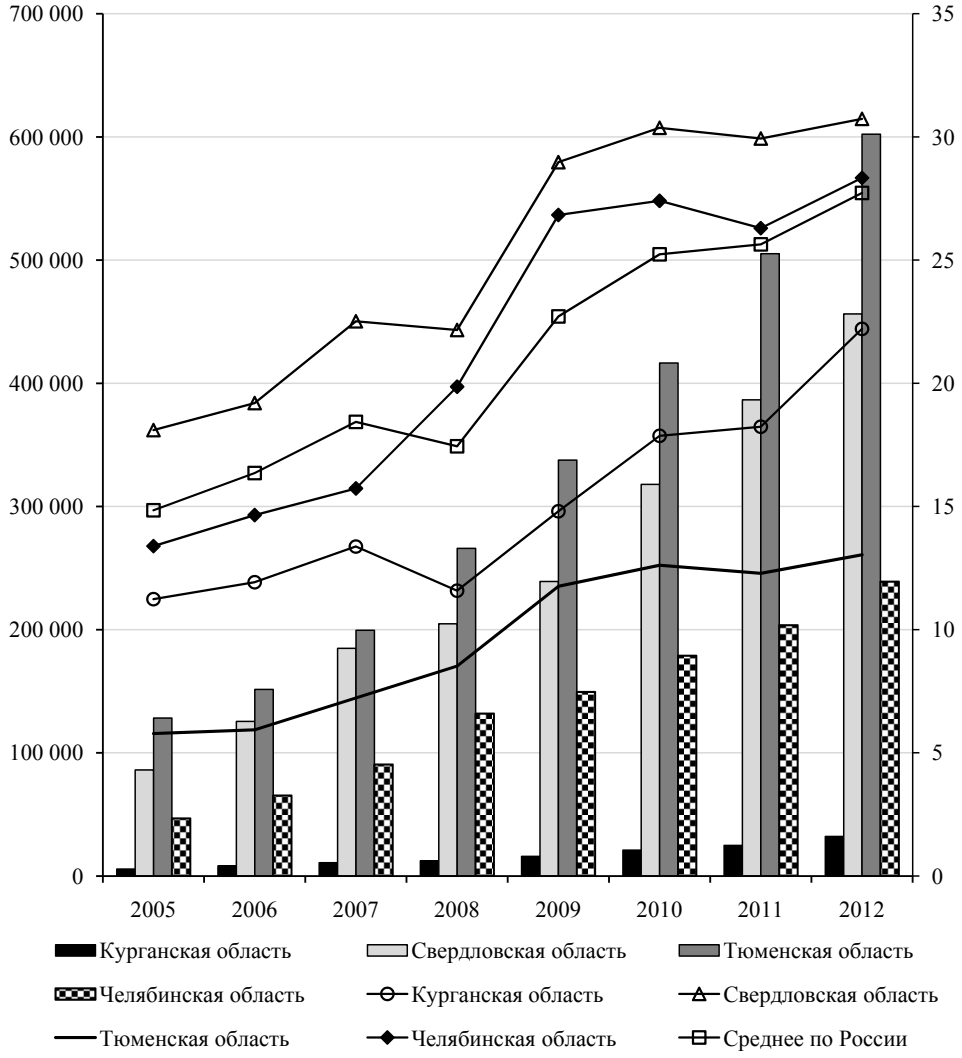
Худшую динамику по региональной экспансии, по всей видимости, имеют небанковские посредники на рынке ценных бумаг. Череда кризисов последних лет способствовала ослаблению позиций этого сектора. В настоящее время для восстановления числа небанковских финансовых посредников в регионах необходимо развитие позитивных условий в экономике в целом. Поскольку таких условий после кризиса 2008–2009 гг. создано не было, в секторе преобладает негативная динамика. Число финансовых компаний в России, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг по лицензии, снизилось более чем на 35% с 2009 г. и в конце первого квартала 2014 г. составило 592, в том числе в регионах — 171 (снижение на 31%).

В некоторой степени уход части специализированных игроков с регионального рынка компенсировался расширением спектра услуг другими игроками, преимущественно крупнейшими коммерческими банками. Свои услуги на рынке ценных бумаг физическим лицам и компаниям стали активнее продвигать Сбербанк России, ВТБ, Альфа-банк и другие банки. Однако это по-прежнему свидетельствует о недостаточном и крайне неравномерном (главным образом, в пользу Москвы) покрытии территории страны офисами компаний, предоставляющих специализированные услуги на рынке ценных бумаг.

Проанализируем более внимательно динамику и значение деятельности коммерческих банков в регионах в части привлечения ими средств во вклады (депозиты) и кредитования предприятий, индивидуальных предпринимателей и населения.

Анализ динамики привлечения депозитов банками в период с 2001 по 2012 г. позволяет сделать вывод о том, что наблюдается устойчивый абсолютный и относительный рост, взвешенный по размеру валового регионального продукта соответствующего региона. Среднее значение отношения величины привлеченных банками депозитов (вкладов) по месту их привлечения к размеру валового регионального продукта выросло в 2005–2012 гг. с 14,85 до 27,73% (рис. 1), хотя рост в разрезе регионов был неравномерным.

Следует принимать во внимание, что в структуре банковской системы Российской Федерации наблюдается значительный перевес в пользу крупнейших и крупных банков, имеющих общефедеральную сеть. Доля региональных банков невелика. Поэтому логично предположить, что кредитная активность региональных банков напрямую связана с успехом их операций по привлечению средств. Что касается федеральных игроков, то их региональные филиалы также отвечают за сбалансированность пассивных и активных операций. Об этом свиде-



Источник: рассчитано автором на основе данных Банка России.
Примечание: выборка регионов — Уральский федеральный округ.

Рис. 1. Динамика депозитов (вкладов) физических и юридических лиц в рублях и иностранной валюте: левая шкала — абсолютные значения, млн руб.; правая шкала — в процентах к ВРП соответствующего региона

тельствует рассчитанный при анализе данных за 2003–2012 гг. коэффициент корреляции между показателями привлечения банками средств на депозиты и размещения их в виде кредитов юридическим лицам в среднем по регионам России, который составил более 0,94. В итоге, принимая во внимание роль кредитов для развития экономики, нельзя не признать, что позитивная динамика привлечения средств коммерческими банками регионов является важной составляющей регионального роста.

Кроме того, важно отметить, что рост абсолютных и относительных значений размера депозитов физических лиц в регионах указывает на рост уровня жизни и закладывает основу для последующего повышения уровня потребления, что также свидетельствует о значимости данной характеристики для экономического роста в регионах.

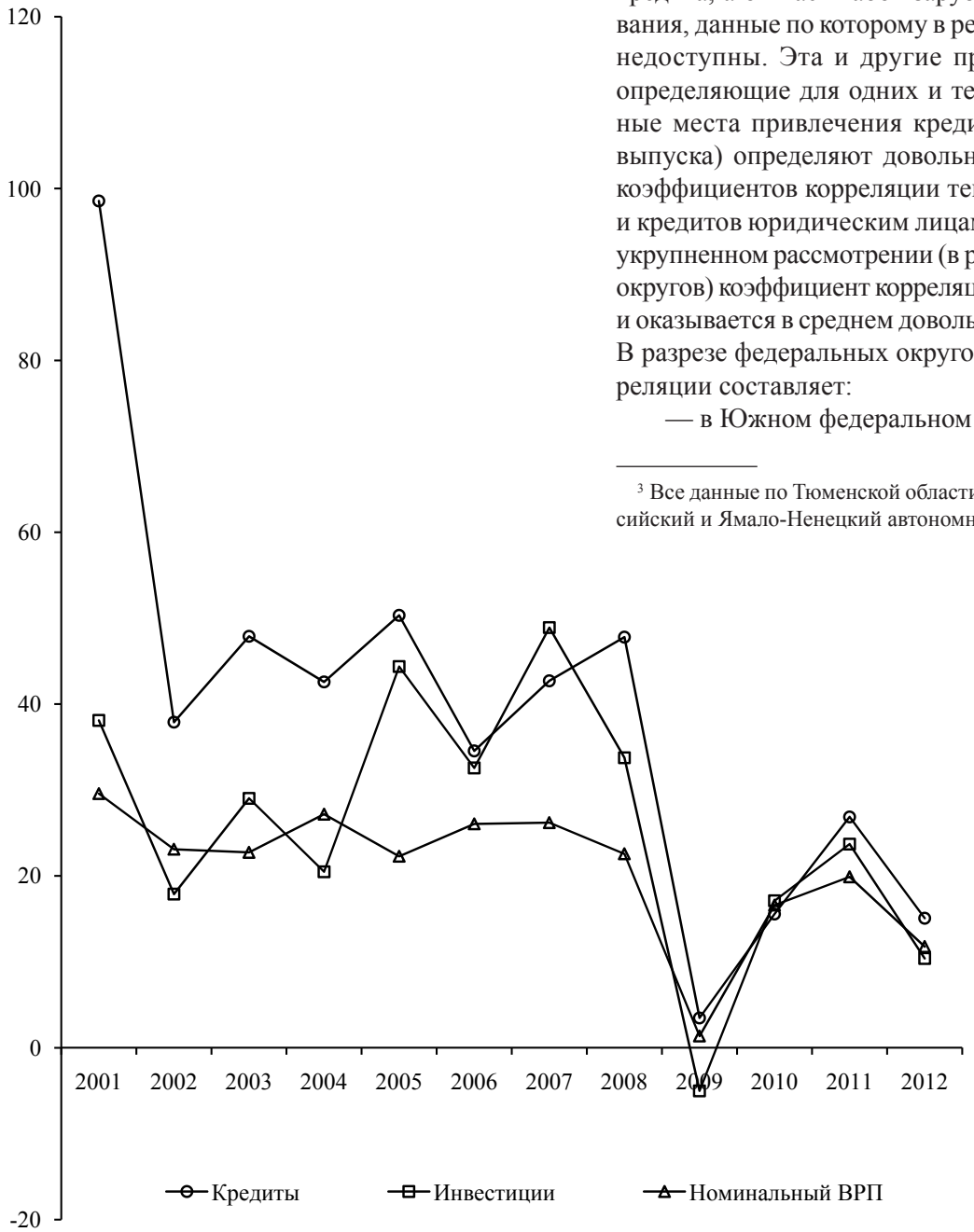
Далее перейдем к рассмотрению взаимосвязи между динамикой банковского кредитования в регионах и показателями региональных выпусков и инвестиций (рис. 2). Анализ данных, представленных на рис. 2, позволяет сделать предположение о тесной взаимосвязи соответствующих переменных.

Корреляционный анализ данных позволяет сделать следующие заключения. Наблюдается высокая корреляция темпов изменения подушевого ВРП и объемов выданных кредитов юридическим лицам (временной ряд — 2001–2012 гг.). Коэф-

фициент корреляции средних темпов изменения представляемых переменных по 75 выбранным регионам достигает 0,78. Причем замечено, что для регионов с большей долей в национальном выпуске коэффициент корреляции выше: суммарный ВРП регионов с коэффициентом корреляции больше 0,5 составлял в 2012 г. около 60% от общей суммы ВРП всех регионов. Несколько изменяет картину Тюменская область[3], для которой данный коэффициент корреляции имел хоть и положительное, но низкое значение (0,22). Впрочем, следует учитывать, что специфика корпоративного финансирования крупнейших компаний этого региона может показывать зависимость выпуска не от объемов внутреннего кредита, а от масштабов зарубежного финансирования, данные по которому в региональном разрезе недоступны. Эта и другие причины (например, определяющие для одних и тех же компаний разные места привлечения кредитов и регистрации выпуска) определяют довольно сильный разброс коэффициентов корреляции темпов прироста ВРП и кредитов юридическим лицам. Однако при более укрупненном рассмотрении (в разрезе федеральных округов) коэффициент корреляции консолидируется и оказывается в среднем довольно высоким — 0,63. В разрезе федеральных округов коэффициент корреляции составляет:

— в Южном федеральном округе — 0,82;

[3] Все данные по Тюменской области включают Ханты-Мансийский и Ямало-Ненецкий автономные округа.



Источник: рассчитано автором на основе данных Банка России и ФСГС.
Примечание: отражены средние значения по 75 регионам.

Рис. 2. Динамика задолженности по кредитам в рублях и валюте, инвестиций в основной капитал и номинального ВРП, %

— в Центральном, Северо-Западном, Приволжском и Северо-Кавказском федеральных округах — выше 0,7;

— в Сибирском федеральном округе — 0,56;

— в Уральском федеральном округе (за счет влияния Тюменской области) — ниже 0,5;

— в Дальневосточном федеральном округе (за счет низких показателей Приморского и Камчатского края) — ниже 0,3.

Высокая корреляция наблюдается и между темпами роста подушевых показателей ВРП и темпами роста объемов выданных кредитов физическим лицам. Коэффициент корреляции в целом по всем выбранным регионам (корреляция средних) составляет свыше 0,76. Однако бо́льшие коэффициенты корреляции наблюдаются у регионов, чья доля в суммарном ВРП оказывается относительно меньше. В разрезе регионов коэффициенты корреляции колеблются от –0,45 до 0,82, а их среднее составляет 0,49. В целом это соответствует характеристикам структуры российского производства и потребления, косвенно указывая на глубокие экономические связи между регионами и зависимость от межрегиональных и внешнеэкономических обменов. Другими словами, преимущественно потребление, стимулированное кредитами в одном регионе, влияет на производство в других регионах, а также на объемы импорта.

Также была проанализирована связь кредитования юридических лиц в регионах с инвестициями в основной капитал. Коэффициент корреляции между средними в регионах темпами роста данных показателей достаточно высок и составляет 0,69. Однако в регионах по отдельности регулярности такой связи не прослеживается. В разрезе регионов коэффициенты корреляции колеблются от –0,35 до 0,86, а их среднее составляет 0,35. Группировка регионов по их доле в сумме ВРП всех вошедших в выборку субъектов Федерации показывает, что наиболее крупные в экономическом смысле регионы (имеющие наибольший вес в сумме ВРП) демонстрируют более тесную связь между темпами роста анализируемого индикатора и темпами роста инвестиций в основной капитал. Средний коэффициент корреляции первых 20 регионов равен 0,48.

При интуитивном понимании того, что связь между данными показателями может быть довольно тесной, нельзя не принимать во внимание некоторые обстоятельства, которые могут ослаблять эту связь или, вернее, снижать возможность ее отслеживания с помощью взятых показателей.

Во-первых, источниками финансирования в основной капитал вовсе не всегда являются кредиты банков. Доля этого источника среди всех источников финансирования капвложений в 2012 г. составляла только 8,4%. Наиболее значимыми источниками являются внутренние ресурсы предприятий и организаций (44,5% — собственные средства, 16,8% — средства вышестоящих организаций), а также бюджетные средства (17,8% от всех источников)[4].

Во-вторых, далеко не весь объем выдаваемых юридическим лицам кредитов предназначен для финансирования капвложений. Значительная доля выдаваемых коммерческими банками кредитов идет на пополнение оборотных средств, рефинансирование ранее выданных кредитов и иные цели. Поэтому, по мнению автора, полученные результаты измерений можно назвать вполне удовлетворительными в качестве объяснения значимости кредита для финансирования вложений в основной капитал в регионах.

Результаты расчета коэффициентов корреляции индикаторов, указывающих на уровень финансового развития, с показателями, характеризующими экономическое развитие регионов, представлены в итоговых таблицах 1–2. Коэффициенты корреляции были в первую очередь измерены по отдельным группам регионов, а также показаны в виде двух средних. Были протестированы *два способа группировки*:

— первый — по критерию доли ВРП региона в суммарном ВРП;

— второй — по критерию значения подушевого ВРП для последнего года наблюдений.

В обоих случаях регионы делились на четыре группы:

в группировке 1 — на наиболее крупные, крупные, некрупные, мелкие;

в группировке 2 — на наиболее богатые, богатые, небогатые, наименее богатые.

Анализ представленных данных позволяет сделать следующие выводы. Индикатор «Задолженность по кредитам, предоставленным кредитными организациями юридическим лицам» сильно коррелирует и с показателями инвестиций в основной капитал, и с показателями выпуска (напомним, что анализировалась корреляция темпов роста изучае-

[4] Инвестиции в России. 2013: стат. сборник. М.: Росстат, 2013. С. 46.

мых пар показателей). При этом в трех случаях из четырех (см. табл. 1–2, группировка 1) корреляция сильнее в тех группах регионов, которые являются более крупными в экономическом отношении и (или) в которых выше уровень подушевого ВРП. Так, например, по группировке 1 по данному индикатору для наиболее крупных регионов корреляция составляет 0,48, для крупных — 0,3, для некрупных — 0,35, для мелких — 0,26 (см. табл. 1).

Индикатор «Вклады (депозиты) юридических и физических лиц в рублях и валюте» показывает наиболее слабую корреляцию с целевыми переменными (см. табл. 1 и 2). Следует отметить, что здесь не прослеживается четкой зависимости тесноты связи переменных от экономического масштаба региона или уровня подушевого ВРП в нем.

Индикатор «Задолженность по кредитам, предоставленным кредитными организациями физическим лицам» показывает в целом по России высокую корреляцию с выпуском (см. табл. 2). Также у более крупных регионов (группировка 1) наблюдаются более высокие коэффициенты корреляции. Данный анализ позволяет сделать вывод о том, что на уровне регионов российская экономика начинает проявлять зависимость от финансового развития. Однако существуют и сдерживающие этот процесс обстоятельства.

Группировка по размеру ВРП на душу населения не позволяет в данной части исследования наилучшим образом улавливать зависимость изменения динамических характеристик индикаторов финансового развития и темпов роста показателей, характеризующих реальную экономику. В этой связи можно было бы рекомендовать в целях проведения подобных исследований использовать группировку, основанную на экономическом размере региона по критерию доли валового регионального продукта региона в сумме ВРП всех регионов.

Рассматривая успешный для экономики России период 2002–2008 гг., принято обращать внимание на главный драйвер роста — ускорение динамики сырьевых цен. Однако следует отметить, что рост происходил за счет передачи импульса от сверхприбыльных газонефтедобывающих компаний, а также секторов металлургии, минеральных удобрений в другие компании и отрасли. Так, существенный

Таблица 1

Корреляция темпов роста индикаторов финансового развития и инвестиций в основной капитал по субъектам Федерации за период с 2001 по 2012 г.

Группировка	Группы регионов	Показатель	
		Задолженность по кредитам, предоставленным кредитными организациями юридическим лицам	Вклады (депозиты) юридических и физических лиц в рублях и валюте
1	Наиболее крупные	0,4812	0,3056
	Крупные	0,2988	0,3951
	Некрупные	0,3470	0,1853
	Мелкие	0,2588	0,1353
	Средняя корреляция	0,3523	0,2607
	Корреляция средних*	0,6936	0,4254
2	Наиболее богатые	0,4326	0,3072
	Богатые	0,3332	0,3250
	Небогатые	0,2999	0,1766
	Наименее богатые	0,3405	0,2254
	Средняя корреляция	0,3523	0,2607
	Корреляция средних*	0,6936	0,4254

Примечание: группировка 1 осуществлена по критерию доли ВРП региона в суммарном ВРП по 75 регионам. В первые три группы (наиболее крупные, крупные, некрупные) входят по 20 регионов. В последнюю группу (мелкие) включено 15 регионов. Такое деление оправдано тем, что исключенные из рассмотрения регионы попадают именно в последнюю группу. Диапазон долей ВРП регионов в сумме ВРП составляет: 1,17–21,57% в группе наиболее крупных, 0,6–1,16% в группе крупных, 0,3–0,57% в группе некрупных, 0,06–0,028% в группе мелких. Группировка 2 осуществлена по критерию значения подушевого ВРП по 75 регионам. В первые три группы (наиболее богатые, богатые, небогатые) входят по 20 регионов. В последнюю группу наименее богатых — 15 регионов. Диапазон значений подушевого ВРП регионов составляет: 307,09–1 315,50 тыс. руб. в группе наиболее богатых, 241,99–297,72 тыс. руб. в группе богатых, 167,32–226,84 тыс. руб. в группе небогатых, 119,78–143,48 тыс. руб. в группе наименее богатых.

* Корреляция средних приростов взятого показателя со средними приростами инвестиций в основной капитал произведена за период с 2001 по 2012 г.

Таблица 2

Корреляция темпов роста индикаторов финансового развития и ВРП по субъектам Федерации

Группировка	Группы регионов	Показатель		
		Задолженность по кредитам, предоставленным кредитными организациями юридическим лицам	Задолженность по кредитам, предоставленным кредитными организациями физическим лицам	Вклады (депозиты) юридических, физических лиц в рублях и валюте
1	Наиболее крупные	0,5178	0,5793	0,2282
	Крупные	0,4445	0,5019	0,0879
	Некрупные	0,4289	0,5130	0,0679
	Мелкие	0,3005	0,3022	0,0907
	Средняя корреляция	0,4311	0,4855	0,1205
	Корреляция средних*	0,7749	0,7638	0,2238
2	Наиболее богатые	0,3936	0,4563	0,2540
	Богатые	0,4355	0,5272	0,1582
	Небогатые	0,4838	0,5505	0,0239
	Наименее богатые	0,4048	0,3824	0,0213
	Средняя корреляция	0,4311	0,4855	0,1205
	Корреляция средних*	0,7749	0,7638	0,2238

рост наблюдался в торговле, финансовом секторе, наконец, в строительной отрасли. Немалую роль в этом сыграли различные финансовые механизмы. В частности, можно увидеть, как происходило наращивание жилищной ипотеки. В среднем в России темпы ее роста составляли:

— в 2005 г. — 411,62%;
— в 2006 г. — 569,14%;
— в 2007 г. — 223,86%;
— в 2008 г. — 87,63%.

Средние значения темпов роста задолженностей по ипотечным жилищным кредитам за 2005–2012 гг. в наиболее весомых по критерию доли в национальном выпуске регионах представлены в табл. 3. Хотя в данном случае более экономически мощные регионы (группировка 1) проигрывают менее мощным (последние 4 строки табл. 3), все-таки важно засвидетельствовать глубину изучаемой динамики как раз в крупных регионах, так как именно на них приходились подавляющие объемы производства в строительном секторе. Видно, что динамика жилищной ипотеки в этих регионах в виде среднего темпа роста задолженности по ипотечным жилищным кредитам за 2005–2012 гг. оказалась очень высока. Только в четырех из 20 таких регионов эта среднегодовая величина оказалась ниже 100%.

Анализ данных, представленных на рис. 3, позволяет сделать вывод о том, что значение жилищ-

Таблица 3

Характеристика состояния и динамики жилищной ипотеки в разрезе крупнейших по размеру ВРП субъектов Федерации

Регион	Задолженность по ИЖК, предоставленным физическим лицам в 2012 г., млн руб.	Доля региона в суммарном ВРП в 2012 г., %	Средний темп роста ИЖК за 2005–2012 гг., %
Москва	253 047	21,57	70,62
Тюменская область	154 222	9,42	134,56
Московская область	156 099	4,98	102,25
Санкт-Петербург	102 031	4,67	105,94
Свердловская область	72 239	3,03	102,52
Краснодарский край	47 006	2,93	151,20
Республика Татарстан	44 844	2,93	115,80
Красноярский край	59 449	2,43	264,68
Республика Башкортостан	40 097	2,35	101,73
Самарская область	45 059	1,92	98,55
Пермский край	40 630	1,83	173,87
Челябинская область	51 575	1,72	155,92
Ростовская область	38 279	1,71	151,84

Окончание табл. 3

Регион	Задолженность по ИЖК, предоставленным физическим лицам в 2012 г., млн руб.	Доля региона в суммарном ВРП в 2012 г., %	Средний темп роста ИЖК за 2005–2012 гг., %
Нижегородская область	39 376	1,71	170,24
Иркутская область	43 773	1,52	148,57
Кемеровская область	31 124	1,46	96,19
Ленинградская область	22 936	1,37	188,48
Новосибирская область	53 112	1,34	142,29
Оренбургская область	24 330	1,28	88,33
Волгоградская область	22 941	1,17	197,85
Среднее по группе наиболее крупных регионов			138,07
Среднее по группе крупных регионов			159,49
Среднее по группе некрупных регионов			180,84
Среднее по группе мелких регионов			207,62

Примечание: ИЖК — ипотечные жилищные кредиты.

ной ипотеки в региональном выпуске в изучаемый период росло достаточно стабильно, исключая «кризисно-посткризисную двухлетку» 2009–2010 гг. При этом имеется достаточно большой запас для продолжения роста. Если коэффициент «Задолженность по жилищным ипотечным кредитам к ВРП» варьируется от 3,01% в Северо-Кавказском округе до 5,66% в Сибирском, то в зарубежных странах он имеет более высокие значения. В развивающихся экономиках (Болгарии, Чехии, Словении, Словакии, Литвы, Польши) коэффициент «Доля ипотеки в ВВП» варьирует от 10 до 20%, в Венгрии, Латвии, Эстонии — от 20 до 40%. В развитых экономиках наблюдаются следующие характеристики соотношения объема жилищной ипотеки и ВВП:

— в Италии, Австрии, Греции — от 20 до 40%;

— во Франции, Финляндии, Люксембурге, Германии, Бельгии — от 40 до 60%;

— в Испании, Португалии, Кипре, Норвегии, Швеции — от 60 до 80%;

— в Ирландии и Великобритании — от 80 до 100%;

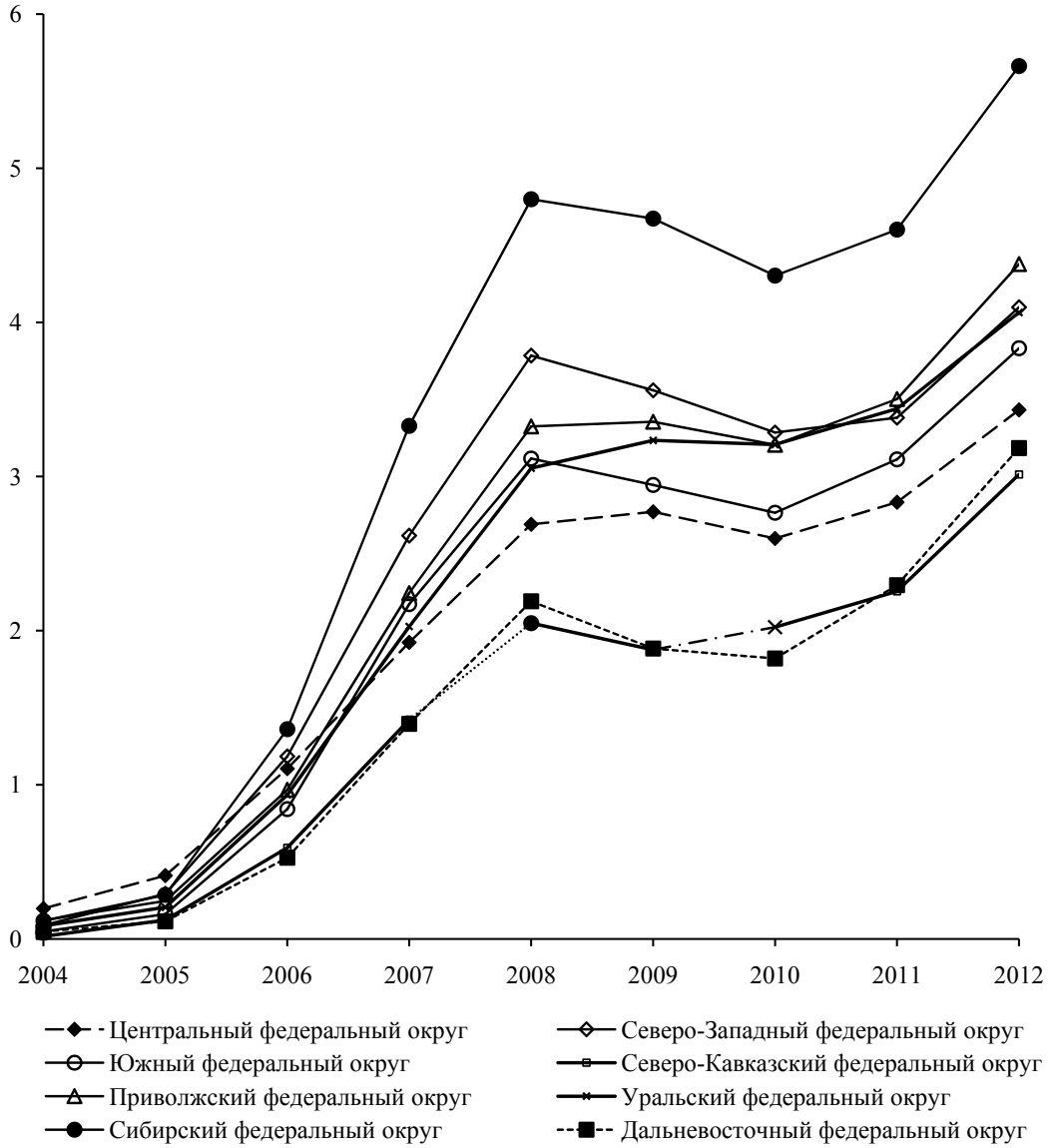
— в Дании и Нидерландах — свыше 100%[5].

Таким образом, можно предположить, что возможны дальнейшее интенсивное развитие сектора жилищной ипотеки в России и рост влияния этого процесса на инвестиции и экономический рост в субъектах Федерации.

Вопрос состояния и динамики параметров региональных бюджетов и государственного долга регионов не рассматривался. Автор данной статьи не задавался целью дать оценку качества публичных финансов в регионах и роли всех финансовых процессов в экономическом развитии. Хотя, безусловно, тема роли и эффективности бюджетных трат является весьма актуальной. Внедряемые в последние годы новые технологии распределения бюджетных ассигнований, мониторинга и контроля за характером использования бюджетных средств предположительно могут вызвать позитивные изменения качества системы публичных финансов. При этом одна часть финансовой системы, которая сама по себе тесно связана с рыночными финансами, существует на уровне регионов уже более десяти лет и, как можно полагать, затрагивает состояние реального сектора экономики. Речь идет о практике размещения и обслуживания субъектами Федерации облигационных займов. Попытаемся ответить на вопрос о наличии или отсутствии связи между данной практикой и динамикой показателей ВРП и инвестиций в основной капитал.

Объяснение наличия данной связи достаточно простое. *Во-первых*, размещение облигаций дает региону дополнительные финансовые ресурсы, которые направляются на реализацию разных проектов, в том числе инфраструктурных. *Во-вторых*, выход на рынок облигаций определяет существенные действия правительств субъектов Федерации в части транспарентности. В ряде случаев такой выход сопровождается получением регионом кредитного рейтинга. Можно предположить, что эмиссия собственных облигаций приводит к повышению качества госуправления в регионах. Все это в совокупности означает относительное улучшение

[5] *Семенюк А.* Развитие рынка ипотечного жилищного кредитования и деятельность ОАО «АИЖК». URL: http://asros.ru/ru/events/301#20130904.



Источник: рассчитано автором на основе данных Банка России.

Рис. 3. Динамика жилищной ипотеки в разрезе федеральных округов (размер задолженности по ипотечным кредитам к ВРП, %)

имиджа, узнаваемости региона, закладывает основы для роста эффективности управления в нем, становится фактором его инвестиционной привлекательности.

Средние темпы роста валового регионального продукта выборки из 75 регионов, разбитой на четыре группы по критерию экономического размера региона (доли в суммарном ВРП) за 2007–2012 гг., представлены в табл. 4.

Построчное сопоставление показателей, приведенных в табл. 4, позволяет сделать вывод о том, что средние темпы роста ВРП оказываются выше в каждой группе, если в нее включаются только те регионы, которые имеют в этот период опыт работы на рынке региональных займов и размер задолженности по облигациям которых превышает 1 млрд руб. Таким образом, регионы, имеющие опыт привлечения займов посредством размещения собственных облигаций, в целом показывают более высокие темпы роста ВРП, чем не имеющие такого опыта. Тревожным сигналом можно считать снижение доли облигаций в общем государственном долге субъектов Федерации в период с 2010 по 2013 г.

Анализ данных, представленных в табл. 5, позволяет сделать вывод о том, что регионы, размещавшие рыночные займы (группировка 1), проявляют гораздо более тесную связь темпов роста задолженности по кредитам юридическим лицам с

Таблица 4

Средние темпы роста ВРП за 2007–2012 гг., % к предыдущему году

Группировка	Группы регионов	Показатель		
		Все регионы, входящие в группу	Регионы, имевшие на 01.01.2007 задолженность по облигациям свыше 1 млрд руб.	Другие регионы группы
1	Наиболее крупные	15,22	15,53	14,75
	Крупные	15,79	16,39	15,19
	Некрупные	15,38	15,57	15,34
	Мелкие	16,53	16,93	16,50
2	Наиболее богатые	15,21	15,42	15,00
	Богатые	15,57	16,00	15,04
	Небогатые	16,64	16,67	16,63
	Наименее богатые	16,52	17,69	16,43

Источник: рассчитано автором на основе данных ФСГС.

Таблица 5

Корреляция темпов роста задолженности по кредитам, предоставленным кредитными организациями юридическим лицам, и темпов роста инвестиций в основной капитал за период с 2007 по 2012 г.

Группировка	Группы регионов	Все регионы, входящие в группу	Регионы, имевшие на 01.01.2007 задолженность по облигациям свыше 1 млрд руб.
2	Наиболее богатые	0,4326	0,5583
	Богатые	0,3332	0,3405
	Небогатые	0,2999	0,5102
	Наименее богатые	0,3405	0,5636

Источник: рассчитано автором на основе данных Банка России и ФСГС.

Таблица 6

Корреляция темпов роста задолженности по кредитам, предоставленным кредитными организациями юридическим лицам, и темпов роста ВРП на душу населения за период с 2007 по 2012 г.

Группировка	Группы регионов	Все регионы, входящие в группу	Регионы, имевшие на 01.01.2007 задолженность по облигациям свыше 1 млрд руб.
1	Наиболее крупные	0,5793	0,6182
	Крупные	0,5019	0,5097
	Некрупные	0,5130	0,5674
	Мелкие	0,3022	0,5802

Источник: рассчитано автором на основе данных Банка России и ФСГС.

инвестициями в основной капитал. Альтернативная группировка (табл. 6) указывает на ту же закономерность, но по показателю корреляции темпов роста кредитов, предоставленных юридическим лицам, и темпов роста ВРП. Таким образом, в регионах, работающих с инвесторами в рамках программ выпуска и обслуживания субфедеральных облигаций, наблюдается более тесная связь предоставляемого банками кредита как с инвестициями в основной капитал, так и с подушевым региональным выпуском. Так что можно сделать вывод о том, что эффективность реальной экономики зависит от развития разных частей финансовой системы — как рыночной, так и находящейся на стыке публичных финансов и открытого финансового рынка.

Подведем итоги представленного исследования. Проблема анализа развития финансовых рынков и систем в регионах является актуальной, но слабо раскрытой в российской экономической науке. Ее решение требует более глубокого теоретического осмысления проблемы совершенствования информационной базы, дальнейшей проработки методологии анализа, в том числе выработки критериев и составления индикаторов финансового развития в регионах, а также поиска методов, которые бы лучшим образом подчеркивали значимость финан-

совых переменных для экономического развития. При этом существуют независимые причины, которые обусловливают сложность качественных измерений (например, транснациональный характер деятельности предприятий, искаженное отражение информации об экономических результатах на уровне субнациональных счетов и др.).

Вместе с тем имеющиеся в распоряжении исследователей данные позволяют выявить формирование взаимосвязи экономического и финансового развития в российских регионах. Подчеркнем, что речь идет именно о формировании, так сказать стартовом уровне данного процесса, а не об окончательном его завершении — закреплении способов создания стоимости, прочно связанных с наличием кредитных и иных финансовых механизмов, укоренении формальных и неформальных институтов, обеспечивающих такой тип роста, в котором активную роль играет рыночно организованная финансовая система. Так, автором отмечена высокая корреляция изменений показателя «Задолженность по кредитам, предоставленным кредитными организациями юридическим лицам» с показателями инвестиций в основной капитал и ВРП. Также высокой оказалась корреляция темпов роста кредитов, предоставленных коммерческими банками физическим лицам, с показателями динамики выпуска. Важно то наблюдение, что коэффициенты корреляции оказываются выше в тех группах регионов, в которых выше значение доли регионального ВРП в сумме ВРП всех регионов.

Кроме того, в ходе исследования обнаружено, что складывающаяся в регионах модель роста предполагает существенное усиление роли таких новых механизмов финансирования, как жилищная ипотека. Доля ипотечных жилищных кредитов в ВРП регионов растет в течение всех лет, кроме кризисных.

Существенным результатом исследования является определение значимости позиционирования региона как самостоятельного участника публичного долгового рынка. Анализ показывает, что инвестиции в основной капитал, как и ВРП региона, растут более высокими темпами, если эти регионы имеют регулярный опыт заимствований на рынке субфедеральных облигаций. Также выявлено, что в более мощных экономических регионах существует более тесная связь кредитов с инвестициями и выпуском, если они являются эмитентами на данном рынке.

Вместе с тем анализ взаимосвязи финансового и экономического развития на уровне регионов сопряжен с определенными трудностями. В частности, они связаны с несовершенством отражения результатов экономической деятельности на уровне регионов, так как российская статистика не учитывает особенности распределения экономической активности между регионами. Существование компаний, экономическая деятельность и интересы которых затрагивают множество регионов, в том числе все регионы (например, Сбербанк), является значимой проблемой для построения лучшей системы субнациональных счетов [7] и препятствием для анализа. Например, оперируя с данными по привлечению средств во вклады (депозиты), которые представляются по регионам (местам привлечения средств), приходится принимать во внимание, что этот ресурс может быть использован не только в данном регионе, но и в каком-то другом, так как игроки данного рынка, по сути, являются «трансрегиональными». Или, как отмечалось ранее, потребление, стимулированное кредитами в одном регионе, может влиять на производство в других регионах, а также на объемы импорта. Именно поэтому в ходе исследования фиксировалась относительно более сильная корреляция усредненных по всем регионам индикаторов финансового развития с показателями инвестиций и выпуска по сравнению с теми коэффициентами, которые рассчитывались сепаратно по временным рядам каждого отдельного региона. Кроме прочего, отсюда следует вывод, что российская экономика и финансовая система даже при известных проблемах фрагментарности являются по некоторым признакам монолитными.

Кроме этого, данные относительно динамики внутреннего кредита, хоть и важны (необходимы) для объяснения колебаний инвестиций и выпуска в разрезе регионов, однако вследствие интернационального характера финансового поведения игроков не могут являться достаточными для объяснения этих колебаний. Для получения более выверенных результатов исследования требуется задействовать данные о зарубежных заимствованиях (и иных формах привлечения внешнего капитала) в разрезе регионов, что можно трактовать как еще одну задачу совершенствования системы региональной статистики в России.

Список литературы

1. *Ведев А.Л., Данилов Ю.А.* Прогноз развития финансовых рынков РФ до 2020 г. М.: Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара, 2012. 164 с.

2. *Миркин Я.М.* Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, 2002. 624 с.

3. *Миркин Я.М.* Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: Гелиос, 2011. 480 с.

4. *Мошенский С.З.* Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы: пособие. М.: Экономика, 2010. 240 с.

5. *Рубцов Б.Б.* Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики. Финансовые институты и экономическое развитие. М.: ИМЭМО РАН, 2006. 195 с.

6. *Сизов Ю.* Актуальные проблемы развития российского фондового рынка // Вопросы экономики. 2003. № 7. С. 26–43.

7. *Татаринов А.* Субнациональные счета: проблемы разработки и использование в региональном анализе. М.: ИЭПП, 2005. 163 с.

8. *Atje R., Jovanovic B.* Stock Markets and Development // European Economic Review, 1993. Vol. 37. № 2–3. P. 632–640.

9. *Bencivenga V.R., Smith B.D.* Financial Intermediation and Endogenous Growth // The Review of Economic Studies, 1991. Vol. 58. № 2. P. 195–209.

10. *Demirgüçs-Kunt A., Levine R.* Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview // World Bank Economic Review. 1996. Vol. 10. № 2. P. 223–240.

11. *Gertler M.* Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview // Journal of Money, Credit and Banking, 1988. Vol. 20. № 3. Pt. 2. P. 559–588.

12. *Goldsmith R.W.* Financial structure and development // The Economic Journal. 1970. Vol. 80. № 318. P. 365–367.

13. *Gurley J.G., Shaw E.S.* Financial Aspects of Economic Development // American Economic Review. 1955. Vol. 45. № 4. P. 515–538.

14. *King, R.G., Levine R.* Financial intermediation and economic development, in Financial intermediation in the construction of Europe. London: Centre for Economic Policy Research, 1993. 361 p.

15. *King R.G., Levine R.* Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right // Quarterly Journal of Economics. 1993. Vol. 108. № 3. P. 717–737.

16. *La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W.* Law and Finance // Journal of Political Economy. 1998. Vol. 106. № 6. P. 1113–1155.

17. *Rajan R., Zingales L.* Financial dependence and growth. American Economic Review. 1998. Vol. 88. № 3. P. 559–586.

18. *Roubini N., Sala-i-Martin X.* Financial Repression and Economic Growth. Journal of Development Economics. 1992. Vol. 39. № 1. P. 5–30.

19. *Schiantarelli F.* Financial constraints and investment: a critical review of methodological issues and international evidence. Conference Ser. Boston, Federal Reserve Bank of Boston, 1995. Vol. 39. P. 177–226.

20. *Wachtel P.* How Much Do We Really Know about Growth and Finance? // Economic Review. 2003. Is. Q1. P. 33–47.

Regional economics: theory and practice ***Development strategy***
ISSN 2311-8733 (Online)
ISSN 2073-1477 (Print)

FINANCIAL MARKETS: ANALYSIS OF THE IMPACT ON THE SOCIO-ECONOMIC PROCESSES IN THE RUSSIAN REGIONS

Konstantin V. KRINICHANSKII

Abstract

The article presents the methodology of analysis of the development of financial markets and financial institutions at the regional level. The author's proposed approach reveals the formation of interrelationship of economic and financial development in Russia's regions. The author applies a method of correlation analysis. The analysis on the basis of the groups identified a pattern of correlation coefficients are higher in those groups of regions where the value of the share of regional GDP is higher in the sum of GRP in all regions. In addition, the paper shows that the regions' growth model implies a significant reinforcement of the role of innovative financing mechanisms (residential mortgages), and their

potential indicates the expected expansion of this segment of the market. The article identifies the importance of positioning the region as an independent participant in the public debt markets. The paper shows that the GDP of the region and the growth rate of investment in fixed capital (GFCF) grow most rapidly in regions that have experienced regular borrowing in the sub-federal bonds market, and that in the regions there is a closer link of loans to investments and production. The article contains certain recommendations for further development of the financial market in the Russian regions.

Keywords: economic growth, factors, regional financial markets, spatial economics, regional policy

References

1. Vedev A.L., Danilov Yu.A. *Prognoz razvitiya finansovykh rynkov RF do 2020 g* [Forecast of the development of financial markets of the Russian Federation till 2020]. Moscow, Gaidar Institute for Economic Policy Publ., 2012, 164 p.

2. Mirkin Ya.M. *Rynok tsennykh bumag Rossii: vozdeistvie fundamental'nykh faktorov, prognoz i politika razvitiya* [The securities market of Russia: influence of fundamental factors, forecast and the policy of development]. Moscow, Al'pina Pablisher Publ., 2002, 624 p.

3. Mirkin Ya.M. *Finansovoe budushchee Rossii: ekstremumy, bumy, sistemnye riski* [The financial future of Russia: extrema, boom, system risks]. Moscow, Geleos Publ., 2011, 480 p.

4. Moshenskii S.Z. *Rynok tsennykh bumag: transformatsionnye protsessy: posobie* [A securities market: transformational processes: a manual]. Moscow, Ekonomika Publ., 2010, 240 p.

5. Rubtsov B.B. *Evolyutsiya institutov finansovogo rynka i razvitie ekonomiki. Finansovye instituty i ekonomicheskoe razvitie* [Evolution of the institutions of financial market and the development of economy. Financial institutions and the economic development]. Moscow, Institute of World Economy and International Relations of RAS Publ., 2006, 195 p.

6. Sizov Yu. Aktual'nye problemy razvitiya rossiiskogo fondovogo rynka [Actual problems of the development of the Russian stock market]. *Voprosy Economiki*, 2003, no. 7, pp. 26–43.

7. Tatarinov A. *Subnatsional'nye scheta: problemy razrabotki i ispol'zovanie v regional'nom analize* [Subnational accounts: problems of development and use in the regional analysis]. Moscow, Gaidar Institute for Economic Policy Publ., 2005, 163 p.

8. Atje R., Jovanovic B. Stock Markets and Development. *European Economic Review*, 1993, vol. 37, no. 2-3, pp. 632–640.

9. Bencivenga V.R., Smith B.D. Financial Intermediation and Endogenous Growth. *The Review of Economic Studies*, 1991, vol. 58, no. 2, pp. 195–209.

10. Demirgüçs-Kunt A., Levine R. Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth: An Overview. *World Bank Economic Review*, 1996, vol. 10, no. 2, pp. 223–240.

11. Gertler M. Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1988, vol. 20, no. 3, part 2, pp. 559–588.

12. Goldsmith R.W. Financial Structure and Development. *The Economic Journal*, 1970, vol. 80, no. 318, pp. 365–367.

13. Gurley J.G., Shaw E.S. Financial Aspects of Economic Development. *American Economic Review*, 1955, vol. 45, no. 4, pp. 515–538.

14. King R.E., Levine R. Financial Intermediation and Economic Development. In: Financial Intermediation in the Construction of Europe. London, Centre for Economic Policy Research, 1993, 361 p.

15. King R.E., Levine R. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, 1993, vol. 108, no. 3, pp. 717–737.

16. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 1998, vol. 106, no. 6, pp. 1113–1155.

17. Rajan R., Zingales L. Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, 1998, vol. 88, no. 3, pp. 559–586.

18. Roubini N., Sala-i-Martin X. Financial Repression and Economic Growth. *Journal of Development Economics*, 1992, vol. 39, no. 1, pp. 5–30.

19. Schiantarelli F. Financial constraints and investment: a critical review of methodological issues and international evidence. Conference Ser. Boston, Federal Reserve Bank of Boston, 1995, vol. 39, pp. 177–226.

20. Wachtel P. How Much Do We Really Know about Growth and Finance? *Economic Review*, 2003, iss. Q1, pp. 33–47.

Konstantin V. KRINICHANSKII
South Ural State University —
National Research University,
Chelyabinsk, Russian Federation
kkrin@ya.ru