

УДК 339.982:332.055.2

**Н. А. Молденхауэр**докторант (региональная экономика и экономическая политика),  
Балтийская Международная Академия, Рига, Латвия  
nikolaj.moldenhauer@gmail.com

## АНАЛИЗ ДИСБАЛАНСА ЭКОНОМИК РЕГИОНОВ ЕВРОСОЮЗА

**Аннотация.** Автор статьи анализирует дисбаланс экономик на примере регионов Евросоюза NUTS 1. Данный дисбаланс возникает в результате разной ориентации в построении рыночной экономики. Существующая научная теория выдвигает два основных направления развития рыночной экономики: банковско ориентированное и фондово ориентированное. В ходе исследования регионы были сгруппированы и отобраны исходя из макроэкономических индикаторов, позволяющих определить их рыночную ориентацию. Анализ полученных данных позволил автору сделать вывод о существующем дисбалансе и выдвинуть предложения по его устранению. Решение проблемы автор видит в использовании облигаций в качестве финансового инструмента, который выступит мостом между двумя направлениями развития рыночной экономики. Данное предположение основано на природе облигации, которая, являясь долговой бумагой (иначе говоря – кредитом), торгуется в качестве финансового инструмента на фондовом рынке. Таким образом, при системном подходе со стороны государства использование облигаций будет способствовать слиянию двух направлений.

**Ключевые слова:** банковско ориентированная экономика, фондово ориентированная экономика, риск, рыночная капитализация, акция, внутрениий кредит.

**М. А. Молденхауэр**

докторант (региональна економіка та економічна політика), Балтійська Міжнародна Академія, Рига, Латвія

### АНАЛІЗ ДИСБАЛАНСУ ЕКОНОМІК РЕГІОНІВ ЄВРОСОЮЗУ

**Анотація.** Автор статті аналізує дисбаланс економік на прикладі регіонів Євросоюзу NUTS 1. Цей дисбаланс виникає внаслідок різної орієнтації в побудові ринкової економіки. Наукова теорія висуває два основних напрями розвитку ринкової економіки: банківсько орієнтований і фондово орієнтований. У ході дослідження регіони були згруповані й відібрані виходячи із макроекономічних індикаторів, що дозволяють визначити їх ринкову орієнтацію. Аналіз отриманих даних дозволив автору зробити висновок про існуючий дисбаланс і висунути пропозиції щодо його усунення. Рішення проблеми автор бачить у використанні облігацій як фінансового інструмента, що виступить мостом між двома напрямками розвитку ринкової економіки. Таке припущення засноване на природі облігації, що, будучи борговим папером (інакше кажучи – кредитом), торгується як фінансовий інструмент на фондовому ринку. Таким чином, за системного підходу з боку держави використання облігацій сприятиме злиттю двох напрямів.

**Ключові слова:** банківсько орієнтована економіка, фондово орієнтована економіка, ризик, ринкова капіталізація, акція, внутрішній кредит.

**Nikolay Moldenhauer**

Doctoral Student of Regional Economy and Economic Policy, Baltic International Academy, Riga, Latvia

### ANALYSIS OF THE EU'S REGIONAL ECONOMIES IMBALANCE

**Abstract.** In this article the author analyzes the imbalance of regional economies on the example of the European Union NUTS 1. The purpose of this article is to identify the existing imbalance and to offer recommendations for its elimination. This imbalance is based on the orientation in a market economy. The existing scientific theory put forward two main directions in the market economy: relationship-based and arm's-length. The studied regions were grouped and selected on the basis of macroeconomic indicators to determine their market orientation. As these indicators are: the market capitalization of listed companies (% of GDP), stocks traded total value (% of GDP), domestic credit to private sector (% of GDP) and domestic credit provided by the banking sector (% of GDP). Sampling and group data by region NUTS 1 is based on the maximum values of each indicator. As a result, five regions were selected for each indicator. Based on the data the author concludes that there is an imbalance and there are proposals to eliminate it. Solution of a problem the author is seen in the use of bonds as a financial instrument that will make a bridge between two directions for the development of a market economy. This assumption is based on the nature of the bond that being debt paper, in other words the loan is traded as a financial instrument in the stock market. Thus, a systems approach from the government, using the bonds will merge the two directions. As a means of using bonds author makes several assumptions. First, to use the state bonds to finance certain regions or other government structures. Second, to use the bonds in the private sector through the mediation of banks, which will lead to greater interaction of the two directions in the development of a market economy. Third, to use the special agencies for the dissemination of the bonds, which will lead to the creation of a new sub-industry in the state.

**Key words:** relationship-based economy; arm's-length economy; risk; market capitalization; stock; domestic credit.

**JEL Classification:** E20, E63, F21, F29, F36, G15, G19

**Постановка проблемы.** Существующая научная теория выделяет два подхода к формированию рыночной экономики. Их можно условно обозначить как 1) банковско ориентированная экономика и 2) фондово ориентированная экономика [1].

Под банковским направлением подразумевается развитие не только непосредственно банков, но и любых других организаций, выполняющих функции кредитования. Главной особенностью этих контрагентов является их определенная закрытость, или низкий уровень публичности относительно их финансовой деятельности.

Направление рыночной экономики, ориентированное на фондовые рынки, имеет более широкий спектр трактования. Суть данного направления заключается в поощрении развития рынка ценных бумаг. В первую очередь, речь идет о рынке акций и облигаций, который, собственно, и является фондовым и одновременно вторичным рынком. В отличие от банковского направления этот подход обладает большей степенью прозрачности.

Сравнивая два вышеперечисленных подхода, можно выделить следующие особенности каждого из них. Так, обе системы сталкиваются с двумя основными видами

рисков – индивидуальными и структурными, однако заметим, что эффективность нивелирования этих рисков у них разная. Например, банковско ориентированная система хорошо справляется с индивидуальными рисками, тогда как альтернативная – с последствиями структурного риска [2].

Поскольку банковско ориентированная система в меньшей степени реагирует на ценовые сигналы, то для нее более выгодно финансировать материальные активы, чем нематериальные. Последние, в свою очередь, не подлежат физической оценке с позиции износа и в большей мере опираются на востребованность рынком, которая выражается в ценовых сигналах [3].

Отметим также, что на рассматриваемые системы оказывает различное влияние политический контроль [1].

В связи с актуальностью проблемы ориентации рыночной экономики особое место в изучении данных подходов занимает Европейский Союз. ЕС представляет собой совокупность стран, ориентирующихся на региональное развитие. Таким образом, именно Евросоюз с региональной структурой различных стран представляет собой интересный пример для изучения регионального дисбаланса.

**Анализ последних исследований и публикаций.** В научной литературе представлены обширные и многосторонние исследования по вопросу ориентации рыночной экономики. Однако нередко аргументы противоположных сторон являются одинаковыми, хотя трактуются совершенно по-разному. Среди сторонников банковско ориентированной системы следует выделить Д. Даймонда (*D. Diamond*), Дж. Г. Бойда (*J. H. Boyd*), Э. К. Пресскота (*E. C. Prescott*). Одним из критиков фондово ориентированной системы выступает Д. Стиглиц (*J. Stiglitz*), обозначая проблему «безбилетника», когда участник рынка акций может воспользоваться информацией, полученной конкурентами, путем использования биржевого тренда, основанного на ценовых сигналах. Фондово ориентированную систему представляют такие ученые, как Р. Раджан (*R. Rajan*), Ф. Аллен (*F. Allen*) и Д. Гейл (*D. Gale*). Особенно следует выделить глубокий анализ двух систем, проведенный Р. Раджаном (*R. Rajan*) и Л. Зингалезом (*L. Zingales, 2003*). Они пришли к выводу, что банковско ориентированное направление эффективно при стабильном развитии, а фондово ориентированное – при структурных изменениях или внедрении новых технологий. Исследователи А. Демиргуч-Кант (*A Demirguc-Kunt*) и Р. Ливайн (*R. Levine, 1999*) взглянули на проблему с другой стороны и выяснили, что более развитый биржевой сектор, а соответственно и развитие экономики в фондово ориентированном направлении, зачастую присутствует в странах с высоким уровнем жизни.

Среди российских ученых не наблюдается повышенного интереса к данной тематике. По мнению автора, это связан-

но с неустоявшейся экономической системой. Вместе с тем среди русскоязычных авторов следует выделить Б. Б. Рубцова, который дает широкий обзор по этой проблеме [1].

Цель статьи – выявить наличие или отсутствие регионального дисбаланса в экономических подходах к построению рыночной экономики, и если такой существует, – дать рекомендации по его устранению.

**Основные результаты исследования.** Исходя из наличия двух подходов к ориентации рыночной экономики, автором были проанализированы соответствующие показатели экономик Евросоюза на уровне регионов *NUTS 1*.

В качестве критериев для определения ориентации экономик регионов *NUTS 1* использованы следующие индикаторы (в % от ВВП):

- 1) рыночная капитализация листинговых компаний;
- 2) отношение торгуемых акций к общей стоимости акций;
- 3) внутренний кредит частному сектору;
- 4) внутренний кредит, обеспеченный банковским сектором.

С целью упрощения анализа все регионы сгруппированы по вышеперечисленным четырем индикаторам. На первом этапе исследования регионы отобраны по среднему значению показателей в период с 1996-го по 2012 гг. В результате для каждого из индикаторов были отобраны пять регионов с наибольшими значениями (таблицы 1.1, 2.1, 3.1, 4.1).

Таблица 1.1		Таблица 1.2		Таблица 1.3	
Внутренний кредит, обеспеченный банковским сектором (% от ВВП)		Рыночная капитализация листинговых компаний (% от ВВП)		Отношение торгуемых акций к общей стоимости акций (% от ВВП)	
Кипр	214,262	33,742	Кипр	5,416	Кипр
Нидерланды	169,740	92,281	Нидерланды	110,939	Нидерланды
Дания	163,082	58,629	Дания	44,604	Дания
Великобритания	149,112	137,574	Великобритания	125,398	Великобритания
Португалия	138,654	36,989	Португалия	21,010	Португалия
Источник: Таблицы 1.1 – 4.3 составлены автором по данным Всемирного банка					
Таблица 2.1		Таблица 2.2		Таблица 2.3	
Внутренний кредит частному сектору (% от ВВП)		Рыночная капитализация листинговых компаний (% от ВВП)		Отношение торгуемых акций к общей стоимости акций (% от ВВП)	
Кипр	211,442	33,742	Кипр	5,416	Кипр
Нидерланды	157,832	92,281	Нидерланды	110,939	Нидерланды
Дания	154,888	58,629	Дания	44,604	Дания
Великобритания	147,010	137,574	Великобритания	125,398	Великобритания
Португалия	135,920	36,989	Португалия	21,010	Португалия
Таблица 3.1		Таблица 3.2		Таблица 3.3	
Рыночная капитализация листинговых компаний (% от ВВП)		Внутренний кредит, обеспеченный банковским сектором (% от ВВП)		Внутренний кредит частному сектору (% от ВВП)	
Люксембург	163,329	124,585	Люксембург	129,032	Люксембург
Великобритания	137,574	149,112	Великобритания	147,010	Великобритания
Швеция	107,128	110,728	Швеция	100,576	Швеция
Финляндия	103,184	68,192	Финляндия	65,890	Финляндия
Нидерланды	92,281	169,740	Нидерланды	157,832	Нидерланды
Испания*	79,534	135,814	Испания	119,016	Испания
Таблица 4.1		Таблица 4.2		Таблица 4.3	
Отношение торгуемых акций к общей стоимости акций (% от ВВП)		Внутренний кредит, обеспеченный банковским сектором (% от ВВП)		Внутренний кредит частному сектору (% от ВВП)	
Великобритания	125,398	149,112	Великобритания	147,010	Великобритания
Испания	118,403	135,814	Испания	119,016	Испания
Нидерланды	110,939	169,740	Нидерланды	157,832	Нидерланды
Финляндия	107,955	68,192	Финляндия	65,890	Финляндия
Швеция	95,678	110,728	Швеция	100,576	Швеция
Люксембург	1,129	124,585	Люксембург	129,032	Люксембург
Примечание. *В табл. 3.1 дополнительно присутствует показатель Испании, поскольку в табл. 4.1 данный регион входит в пятерку регионов с наибольшими значениями. Таким образом сохраняется равновесный подход при анализе. Аналогичная ситуация с Люксембургом в табл. 4.1.					

Далее к данным вышеприведенных таблиц по тем же регионам добавлялась информация (также основанная на средних значениях) относительно двух индикаторов противоположного подхода в ориентации экономики. В результате выстроилась определенная база данных для дальнейшего анализа.

#### **Индикаторы фондового рынка**

*Рыночная капитализация листинговых компаний (% от ВВП) [4]*

Индикатор показывает степень развитости фондового рынка по отношению к экономике. Рост этого показателя относительно кредитного рынка страны свидетельствует о большем влиянии фондового рынка в качестве направления по привлечению капитала в развитие компаний, а, следовательно, и экономики в целом. В свою очередь, рыночная капитализация вычисляется как количество акций, умноженное на рыночную стоимость акции<sup>1</sup>. Таким образом, рыночная капитализация напрямую связана с привлечением капитала в компанию, поскольку показывает привлекательность этой инвестиции, основанную на оценках инвесторов.

*Отношение торгуемых акций к общей стоимости акций (% от ВВП) [5]*

Индикатор показывает, во-первых, взаимосвязь между размером фондового рынка и торговлей акциями; во-вторых, динамичность этого рынка. В данном случае под динамичностью подразумевается степень вовлеченности рынка акций в развитие экономики. Связь между фондовым рынком и экономикой можно определить через динамику цен акций, поскольку изменение котировок свидетельствует о решении инвестировать в компанию, которое, в свою очередь, основывается на финансовом положении соответствующей компании. Если этот индикатор при изменении экономического положения или низких значениях не имеет обратной связи с рыночной капитализацией листинговых компаний, что проявляется в подвижке показателей, то можно говорить о слабом взаимодействии между фондовым рынком и экономикой. Следовательно, фондовый рынок в такой экономике не является важной ее составляющей, а представляет собой некое несамостоятельное ответвление экономики, продиктованное ее рыночным характером и постиндустриальным развитием.

#### *Анализ индикаторов фондового рынка*

Анализ данных таблиц 3.1 и 4.1 позволяет сделать вывод о прямой зависимости между рыночной капитализацией листинговых компаний и отношением торгуемых акций к общей стоимости акций в целом. Следовательно, в рассматриваемых нами странах наблюдается сильная связь между фондовым рынком и экономикой, поскольку высокие значения индикатора в табл. 4.1 можно трактовать как заинтересованность инвесторов вкладывать средства в данную сферу экономики. Однако, как свидетельствуют данные таблиц 3.1 и 4.1, среди анализируемых стран есть исключение. Речь идет о Люксембурге, который имеет наибольший разрыв двух рассматриваемых показателей. По мнению автора, это может быть обусловлено несколькими возможными ситуациями, сложившимися в экономике Люксембурга<sup>2</sup>:

1. Вероятной является слабая связь между фондовым рынком и экономикой. Такая ситуация возможна при преобладающем влиянии мажоритарных акционеров на рынке акций Люксембурга. Вследствие этого не происходит активных торгов при низком проценте плавающих акций. В свою очередь, рыночная капитализация обязана своим

ростом непосредственно деятельностью компаний, которая оценивается путем анализа ее отчетности, а не спекулятивными действиями. Таким образом, можно сделать вывод о насыщении фондового рынка Люксембурга и переходе его в стадию умеренного роста.

2. С другой стороны, причиной подобного разрыва может быть нежелание или трудности инвестирования в рынок акций данной страны. Возможно, это связано с определенными законодательными нормами, ограничивающими приобретение крупных пакетов акций или препятствующими спекуляциям<sup>3</sup>.

В ходе дальнейшего анализа нами обнаружены расхождения в показателях рыночной капитализации листинговых компаний таблиц 1.2 и 3.1. Средний показатель рассматриваемого индикатора для табл. 3.1 равен 113,838, а для табл. 1.2 тот же показатель составляет 71,842. Приведенные данные свидетельствуют о смещении направленности экономик в двух группах стран, что, естественно, отражается на темпах их экономического развития. Данная разобщенность в выборе пути развития негативным образом сказывается на развитии всего Евросоюза, и в особенности зоны евро. Несмотря на столь отрицательные показатели общей направленности развития, можно выделить несколько стран, которые нашли определенный баланс между банковским и фондовым направлениями развития. К таким странам мы относим Великобританию, Люксембург, Швецию.

Анализируя второй индикатор фондового рынка на примере таблиц 1.3 и 1.4, можно найти подтверждение тенденции, выявленной при изучении показателей стран в таблицах 1.2 и 3.1. Среднее значение отношения торгуемых акций к общей стоимости акций в табл. 1.3 составляет 61,473, а в табл. 4.1 этот показатель равен 93,250. Отсюда вытекает закономерный вывод о том, что развитие фондового рынка оказывает прямое воздействие на динамику торгов акций. В свою очередь, данный вывод еще в большей степени усугубляет сложившуюся разобщенность в направленности развития экономик. В итоге, на основе проанализированных данных можно заключить, что банковско ориентированная экономика не в состоянии выступить равноценным стимулятором развития фондового рынка.

#### **Индикаторы кредитного рынка**

*Внутренний кредит частному сектору (% от ВВП) [6]*

Внутренние кредиты частному сектору относятся к финансовым ресурсам, предоставляемым, например, через кредиты, покупку ценных бумаг и торговых кредитов и другой дебиторской задолженности. Соответственно данный индикатор показывает степень вовлечения кредитного рынка в развитие экономики страны.

*Внутренний кредит, обеспеченный банковским сектором (% от ВВП) [7]*

Внутренний кредит, предоставленный банковским сектором, включает в себя все кредиты различных секторов на общей основе, за исключением кредита правительству. Банковский сектор состоит из инструментов проведения монетарной политики и депозитных банков, а также других банковских учреждений (в том числе учреждений, которые не принимают переводные депозиты, но берут на себя такие обязательства, как срочные и сберегательные депозиты).

#### *Анализ индикаторов кредитного рынка*

Проводя анализ показателей кредитного рынка на основе данных таблиц 1.1 и 2.1 можно отметить, что во всех странах данные табл. 1.1 превосходят данные табл. 2.1. От-

<sup>1</sup> Имеется в виду простая плавающая акция.

<sup>2</sup> Автор выдвигает свои гипотезы, отраженные в виде показателей в таблицах 3.1 и 4.1, но не настаивает на их истинности. Выявление причин, которые привели в таким значениям данных показателей, требует дополнительных исследований. Однако детальное рассмотрение экономического положения Люксембурга не является целью нашей статьи. Автор всего лишь обращает внимание на сложившуюся ситуацию.

<sup>3</sup> Например, чтобы иметь право продать акции, их держатель должен ими обладать некоторое количество времени. Кроме того, необходимо получить разрешение государственной структуры на операции с крупными пакетами акций определенных компаний, которые представляют наибольший интерес для инвесторов.

меченный факт говорит о том, что подавляющее большинство кредитных операций в этих странах проводят банки.

Рассмотрение показателей индикаторов, представленных в таблицах 3.2, 3.3, 4.2, 4.1, приводит нас к аналогичному выводу. Единственная страна, фигурирующая в вышеперечисленных таблицах, где большинство кредитных операций не связано с банками, – это Люксембург.

**Выводы.** Исходя из проведенного анализа, можно сделать вывод о наличии двух путей развития рыночной экономики в рассмотренных странах. Автором отмечается тот факт, что, к сожалению, развитие одного направления замедляет развитие другого. Однако, несмотря на общую негативную тенденцию, нами выявлены три страны, в которых, основываясь на вышеприведенных данных, наблюдается равновесие в развитии кредитного и фондового рынков.

Автор выдвигает предположение, что подобный дисбаланс можно устранить путем применения ценной бумаги, которая может выступить в качестве моста, связывающего два направления, что даст дополнительный стимул для развития экономики. По мнению автора, такой ценной бумагой является облигация, которая, с одной стороны, представляет собой долговую бумагу, что, по сути, является кредитом с выплатой процентов, а с другой – торгуется на фондовом рынке. Автором предлагается несколько вариантов использования облигации государством с целью устранения дисбаланса в экономике и повышения ее конкурентоспособности и устойчивости:

1. Государство может выступить эмитентом определенного пакета облигаций для развития соответствующей отрасли экономики или региона. При этом оно должно взять на себя обязательство в определенное время предоставлять держателям облигаций подробную финансовую информацию о своей деятельности, связанной с освоением полученных средств. Государство обязано законодательно гарантировать возмещение всех потерь держателям облигаций путем организации специального государственного страхового фонда. Ценность облигаций в глазах потенциальных держателей может возрасти при использовании облигаций, защищенных от инфляции. Помимо этого, облигации должны распространяться не только через биржу, но и через специально созданное для этого агентство или действующие коммерческие банки, которым предоставляются налоговые льготы.

2. Распространение облигаций частного сектора также может осуществляться через коммерческие банки. При этом каждая заинтересованная компания должна предоставлять проспекты и другую сопутствующую финансовую информацию для потенциальных держателей. Банки, как посредники, будут удерживать часть стоимости облигаций, но это никоим образом не скажется на физических лицах – держателях облигаций. Банки также смогут выступать в качестве брокеров от лица держателей облигаций, формируя их инвестиционную политику путем автоматической покупки новых облигаций с разрешения клиента, при поступлении зарплаты клиента на счет или перечислении на специальный счет клиента денег, которые используются на приобретение облигаций. Таким образом между населением и развитием экономики будет автоматически формироваться прямая и обратная связь, основанная на спросе на облигации. Автоматический режим реализуется по результатам опроса каждого заинтересованного лица в приобретении облигаций клиента банка. В итоге будет сформировано инвестиционное направление предпочтений клиента, выраженное в процентном соотношении интересующих его инвестиций<sup>4</sup>. Данное соотношение должно иметь возможность быть измененным в определенное время по требованию клиента.

3. Помимо перечисленных выше вариантов облигации можно распространять через специально созданные агентства. Эти структуры должны иметь лицензию посредника между потенциальным держателем и эмитентом на привлечение покупателей облигаций. В свою очередь, государство может выступить в качестве страховщика данных операций агентства. Агентства будут получать от каждой сделки процент, выраженный в удержании части стоимости облигации, и выступать посредником при получении информации со стороны держателя, тем самым являясь его представителем в компании – эмитенте облигаций. Держатель, со своей стороны, должен иметь полномочия в любой момент сменить своего представителя, т. е. агентство.

### Литература

1. Рубцов Б. Б. Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики / Б. Б. Рубцов // Финансовые институты и экономическое развитие. – М. : ИМЭМО РАН, 2006. – 195 с.
2. Demircuc-Kunt A. Bank-based and market-based financial systems: cross-country comparisons / A. Demircuc-Kunt, R. Levine // World Bank Policy Working. – 1999. – Vol. 2143. – P. 1–36.
3. Rajan R. Banks and markets: the changing character of European finance / R. Rajan, L. Zingales // National Bureau of Economic Research. – 2003. – Vol. 9596. – P. 1–77.
4. World Bank (2012). Bushfire resources: Market capitalization of listed companies (% of GDP) [Electronic recourse]. – Access mode : <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>
5. World Bank (2012). Bushfire resources: Stocks traded total value (% of GDP) [Electronic recourse]. – Access mode : <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS>
6. World Bank (2012). Bushfire resources: Domestic credit to private sector (% of GDP) [Electronic recourse]. – Access mode : <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS>
7. World Bank (2012). Bushfire resources: Domestic credit provided by banking sector (% of GDP) [Electronic recourse]. – Access mode : <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS>

Статья поступила в редакцию 20.03.2013

### References

1. Rubtsov, B. B. (2006). The evolution of financial market institutions and economic development. In B. Rubtsov (Ed.). *Financial Institutions and Economic Development*. Retrieved from [http://www.mirkin.ru/\\_docs/Rub\\_evolfin.pdf](http://www.mirkin.ru/_docs/Rub_evolfin.pdf) (in Rus.).
2. Demircuc-Kunt, A., & Levine, R. (1999, July). Bank-based and market-based financial systems: cross-country comparisons. *World Bank Policy Working Paper*, 2143. Retrieved from <http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-2143>
3. Rajan, R., & Zingales, L. (2003, March). Banks and markets: the changing character of European finance. *National Bureau of Economic Research Working Paper* 9596. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w9596>
4. World Bank (2012). Bushfire resources: *Market capitalization of listed companies (% of GDP)*. Retrieved from <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>
5. World Bank (2012). Bushfire resources: *Stocks traded, total value (% of GDP)*. Retrieved from <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS>
6. World Bank (2012). Bushfire resources: *Domestic credit to private sector (% of GDP)*. Retrieved from <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS>
7. World Bank (2012). Bushfire resources: *Domestic credit provided by banking sector (% of GDP)*. Retrieved from <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS>

Received 22.03.2013

<sup>4</sup> Другими словами, будет сформирован инвестиционный портфель клиента, включающий в себя различные активы.