

ФИНАНСЫ, КРЕДИТ, СТРАХОВАНИЕ

УДК 336.6

И. К. Ключников

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ИССЛЕДОВАНИЮ ФИНАНСОВЫХ ЦЕНТРОВ

Коренная проблема экономики России — инвестиционное ускорение экономического роста в направлении диверсификации хозяйства. На таком фоне естественным кажется повышенное внимание к становлению в стране крупных финансовых центров, обеспечивающих эффективную работу системы «сбережения — инвестиции» и отвечающих за организацию денежных потоков и их направление в сторону хозяйства. Возможно, оптимальным условием решения проблемы послужит разработка теории финансовых центров с их посреднической миссией, широкими возможностями для форсирования экономического роста, повышения финансовых, а вслед за ними и политических позиций страны на мировой арене. С макроэкономических и методологических позиций теория финансовых центров и опыт завоеваний Санкт-Петербургом сто лет назад финансового лидерства (третье-четвертое место в Европе) предоставляют необходимую платформу для подготовки новых механизмов развития.

Финансовый капитал и город

Концентрация финансового капитала в городах происходила во всех странах, ставших на путь развития капитализма, и везде ее сущность была сходной с учетом размеров и наличия внутренних источников относительно избыточного капитала. Внешние и внутренние факторы привлечения капитала различались, но всегда свобода и удобства обращения выступали исходными обстоятельствами. Особенности экономики, географического расположения, социальной организации, политического устройства и, конечно, урбанизации, быта и культуры придавали неповторимые черты сосредоточению в городах капитала. История данных явлений и процессов весьма противоречива. Она проходила разные этапы, и результаты ее были различными. Однако было и общее. Оно связано с зональной организацией финансового хозяйства в крупнейших городах [1] и развитием их посреднической функции.

Игорь Константинович КЛЮЧНИКОВ — д-р экон. наук, профессор Санкт-Петербургского государственного университета. В 1986 г. защитил докторскую диссертацию. В 1990–1995 гг. — Председатель наблюдательного совета Санкт-Петербургской фондовой биржи и Санкт-Петербургского биржевого банка, 1995–2007 гг. — консультант Мирового банка. Сфера научных интересов — теория кредита, бизнес-циклы, кредитная культура, экономический рост. Автор свыше 150 научных работ; e-mail: igorkl@list.ru

© И. К. Ключников, 2013

Место теории финансовых центров в экономических знаниях

Предмет «финансовые центры» вполне может занять центральное место в современной финансовой науке. Финансовые центры — это не просто скопление финансовых учреждений в городах, которые предпочитают капиталы, но и пристанище слухов, прихоти, увлечений, идей, творчества, безрассудных поступков и трат, сочетаемых с расчетливостью, трезвостью, бережливостью и повышенным прагматизмом. Как все это отражается на обороте капитала, на его цене и формах движения и, конечно, распределении между различными участниками рынка? Какие условия необходимы для того, чтобы города не столько поглощали капитал для своего развития, сколько производили его избыток, привлекали его и распределяли и становились желанным местом для жизни? Что для этого необходимо предпринять? Теория финансовых центров — это философское осмысление четко определяемых взаимодействий финансового и культурного капитала, помноженного на городское развитие. С первого взгляда такая конструкция кажется словесным нагромождением и искусственным усложнением достаточно простых явлений и процессов. Однако теория финансовых центров способна бросить вызов традиционному, дифференцированному по направлениям научным знаниям и революционизировать представление о финансовой науке. По мнению автора, она призвана трансформировать финансы от изучения движения абстрактных денежных фондов или весьма конкретных финансовых продуктов, связанных с различными институтами и рынками, к исследованию пространственного размещения финансового капитала, городских механизмов его притяжения и отталкивания. Такой подход предполагает изучение финансов и кредита с учетом урбанистических, социологических, культурологических явлений. Полученная таким образом «смесь» формализуется в философском и политэкономическом направлении с точностью, поддающейся математическому описанию зависимостей между капиталом и разнообразными внешними по отношению к нему обстоятельствами. В этом плане с развитием теории финансовых центров возможен следующий переход в экономических знаниях в направлении точечной выборки финансовых рынков, посредством пространственного их распределения, а в дальнейшем и с учетом территориального их взаимодействия друг с другом. Естественно, в предлагаемой статье сделан лишь первый шаг в данном направлении.

Цикличность денежного могущества?

В основе финансовых центров наряду с географической определенностью заложен принцип историзма, который указывает на своеобразную «генную» предопределенность финансовой деятельности, заложенную в тех или иных местах, и цикличностью ее развития, связанную с фазами подъема и падения. Он свидетельствует о некоем «детерминизме» существования финансовых центров. Данный вывод легко сделать, если за длительный промежуток времени рассмотреть все жизненные катаклизмы классических финансовых центров, которые переживали лучшие и худшие времена и даже периодически, как порой казалось, завершали свой жизненный путь. Так неоднократно происходило с Лондоном, который еще со времен колонизации британских островов Римской империей выделился в качестве важного торгового, меняльного и кредитного узла западного края европейской цивилизации. С закатом Римской империи денежная жизнь Лондона была сведена к минимуму. Но, как свидетельствует история, денежная коммерция неоднократно возрождалась в том же самом месте, а со становлением Бри-

танской империи все качественно поменялось. Лондон не только вернул былую мощь, но и приумножил ее и стал финансовым сердцем новой империи. Жизненный цикл финансового центра продолжался: в первой половине прошлого века наблюдалось очередное его падение, а во второй — возрождение финансового могущества.

Позиции финансовых центров

С марта 2007 г. ведется учет крупнейших финансовых центров — сначала 46 [2], а с 2013 г. уже 79¹ [3]. Но только первые полсотни из них являются признанными мировыми лидерами, а остальные сохраняют региональный или национальный статус. Наряду с ними имеется значительное число различных по назначению, набору институтов и масштабам деятельности небольших финансовых центров. Кроме того, существуют и офшорные зоны². Целый ряд таких зон по своей сути смыкается с финансовыми центрами, тогда они относятся к последним, как, например, Джерси (28-е место в рейтинге мировых финансовых центров) или Каймановы острова (41-е место). Несмотря на то что во многих офшорных зонах обращаются огромные капиталы, их назначение принципиально иное; они требуют специального исследования, которое выходит за рамки данной статьи.

Пятерка ведущих финансовых центров включает в себя Лондон, Нью-Йорк, Гонконг, Сингапур и Цюрих. Токио занимает 6-е место (а еще совсем недавно он был на 4-м), Женева — 7-е; по суммарным активам позиции двух швейцарских центров (Цюрих и Женева) опережают Гонконг. Среди финансовых центров на 65-м месте находится Москва [4], а на 74-м — Санкт-Петербург³. Ровно сто лет назад Санкт-Петербург был мировым финансовым центром и оказывал значительное влияние на мировое хозяйство. Прежде чем стать финансовым лидером, Санкт-Петербург более полутора веков был городом аристократии и чиновников, но с момента его основания здесь развивались торговля, ремесленничество и мануфактура, а с 1860-х годов к ним добавились промышленность, акционерное, банковское и биржевое дело. К XX в. именно развитие новых отраслей хозяйства стало основанием для превращения города в европейскую финансовую столицу.

Наряду с организацией глобальной сети, во многих странах капитал сосредоточился в отдельных городах, имеющих местное и региональное значение. В Китае успешно действуют следующие финансовые центры: Шанхай (24-е место в рейтинге мировых финансовых центров, а ровно за год до этого Шанхай был на 8-м месте), Шэньчжэнь (38-е место), Пекин (58-е место) и, конечно, Гонконг (3-е место). К ним подтягиваются еще несколько мегаполисов — Далянь⁴ с населением — 6,2 млн человек, Гуан-

¹ Специалисты *The Z/ven Group* разработали методику рейтингования финансовых центров. Группа является ведущим коммерческим мозговым трестом *City of London*; с марта 2007 г. выпускает дважды в год (в марте и сентябре) *The Global Financial Centres Index*, который по определенным параметрам классифицирует основные финансовые центры.

² Главным отличием финансового центра от офшорной зоны является то, что у первого относительный избыток собственного капитала, который активно ищет внешнее применение, предшествует поступлениям внешних капиталов, а второй полностью зависит от внешних поступлений.

³ В 2011 г. 61-е и 71-е места соответственно. За последние два года произошло ухудшение финансовых позиций Москвы и Санкт-Петербурга.

⁴ Приморский город, который находится на северо-востоке Китая, основан в 1898 г. русскими купцами на месте китайского рыбацкого поселка. На его строительство Россия потратила 30 млн золотых рублей. Важный портовый пункт Китайско-Восточной (с 1953 г. — Харбинской) железной

чжоу⁵ — 7,4 млн, Муданьцзян⁶ — 2,8 млн, Ухань⁷ — 9,8 млн, Чанчунь⁸ — 6,8 млн, Чэнду — 14 млн человек и др. К 2013 г. практически все крупные провинциальные финансовые центры Китая были связаны высокоскоростными железными дорогами. В США кроме Нью-Йорка видные позиции заняли Бостон (8-е место), Чикаго (11-е место), Сан-Франциско (13-е место) и Вашингтон (14-е место); за ними следовали Лос-Анджелес, Атланта, Даллас, Майями, Хьюстон, Филадельфия. В Германии наряду с Франкфуртом (10-е место), в котором расположен центральный банк Европейского сообщества и находится крупнейший рынок еврооблигаций, выделяется Мюнхен (27-е место), далее следует Гамбург, а в последние годы к нему подтягиваются Берлин и Росток. В целом действует следующее правило: любой крупный город выступает финансовым центром местного, регионального или мирового значения.

Территориальная определенность приложения капитала

В стандартных теориях капитала, кредита и финансов опущены два важных практических обстоятельства 1) привязка к местности и 2) воздействие городов на локализацию капитала. Особенно ценной для теоретического анализа развития финансовых центров является корректировка системы «сбережения — инвестиции» не только временными, но и территориальными обстоятельствами. Такой подход позволит расширить круг рассматриваемых задач и перевести их на следующий уровень изучения, а также включить в научный оборот вопросы, связанные с поведением экономических агентов, с их привязкой ко времени и местности. Нас интересует распределение ресурсов между текущим потреблением и сбережением, а также сроки инвестиций, периоды кредитования с учетом не только фактора времени, но и места нахождения участников. Поведение рыночных агентов меняется во времени, и отложенный спрос компенсируется ожиданием повышенных доходов, что постоянно сказывается на состоянии финансовых центров и ведет к перераспределению между ними активов. Выбор сроков кредитования, трансформация ресурсов с учетом преобладания потребления или сбережения, а также изменение инвестиционной привлекательности зависят от массы обстоятельств. Можно ли их перевести в строгие формулы и выразить с помощью тенденций и закономерностей? И главное: сказывается ли выбор места нахождения на поведении экономических агентов? А если сказывается, то каким образом?

дороги (КВЖД). В городе действовало отделение Русско-Китайского банка (с 1910 г. — Русско-Азиатский банк). В настоящее время город является ядром формирующейся экономической зоны Бохайского кольца, финансовая жизнь сосредоточена вокруг Банка Даляня (учрежден в 1998 г.) и филиалов пяти крупнейших банков страны.

⁵ До Средних веков был самым открытым для внешних контактов городом Китая, пока императоры династии Тан (618–907 гг.) в конце своего правления не завладели югом страны и не запретили заморскую торговлю. В настоящее время в городе действует около 100 оптовых рынков, на которых происходит в том числе и аукционная (фактически биржевая) торговля.

⁶ Ведущий китайский город по активности торговых отношений с российским Востоком.

⁷ В городе преобладают французские инвестиции, действуют три крупнейших по протяженности и пропускной способности моста. С завершением строительства гидроэлектростанции возрастет инвестиционная привлекательность региона.

⁸ В начале прошлого века город формировался как важный пункт КВЖД со значительным русским населением и отделением Русско-Азиатского банка. В 1997 г. в городе основан Банк Цзилиня; с 1988 г. — сердце свободной экономической зоны, в которой в сфере высоких технологий действует ряд совместных с российскими предприятиями компаний и лабораторий.

Необходимо выяснить причины, которые обуславливают выбор капиталом городов и концентрацию в них сбережений и инвестиций. С этой целью привлекается теория финансового посредничества, на базе которой разбираются механизмы пространственного размещения капитала и рассматриваются особенности поведения экономических агентов в ведущих мегаполисах. Весь анализ направлен на то, чтобы осветить логику рыночных условий становления финансовых центров, а затем перейти к рассмотрению внешних воздействий, прежде всего государственных интервенций.

Какие теоретические разработки необходимо привлечь?

Финансовые центры можно рассматривать с позиции разных экономических школ. Дело в том, что ни одна экономическая теория и школа проблему финансовых центров не поставила в качестве предмета, требующего самостоятельного осмысления. И это, вероятно, было связано, по меньшей мере, с двумя обстоятельствами. Во-первых, в экономической науке начался процесс углубления знаний, и основные ее положения стали применяться к региональным аспектам развития, среди которых финансовые центры не сумели еще занять свое место. Тем не менее последние достижения школы пространственного анализа и особенно положения Нобелевского лауреата (2008 г.) Пола Кругмана о воспроизводстве географического неравенства позволяют по-новому взглянуть на проблему притяжения городами финансового капитала. Во-вторых, что касается общей экономической теории, то она продолжала изучать привычные для экономики вопросы (стоимости, цены, денег, капитала, финансового посредничества) и так и не смогла связать их действие с географическими различиями. Кроме того, финансовые центры только в самом конце прошлого века получили новый импульс развития, и им еще предстоит завоевать популярность у основных экономических школ.

Изучение финансовых центров следует начать с определения теоретических положений, на основе которых проводится их анализ. Для этого необходимо выделить пригодные для их исследования концепции. В экономической науке на смену изучения изолированных рынков пришел анализ общего равновесия⁹. Во второй половине прошлого века доминирующее положение заняла концепция общего экономического равновесия, которая рассматривала рынки в их взаимосвязи [8, с. 22]. В дальнейшем ее дополнили положениями о глобальном финансовом равновесии [9], финансовой стабильности [10] и глобальной финансовой стабильности [11], которые получили практическую реализацию в созданном в 2009 г. «Большой двадцаткой» Совете по финансовой стабильности. В ходе последнего кризиса отдельные положения данной теории нашли применение в анализе финансового рынка, в том числе и географическом его разрезе. Вместе с тем финансовые центры предоставляют новое поле для подтверждения действия данной теории, например для выяснения тенденций, которые воздействуют на их стабильность, устойчивость и равновесие. Поэтому весьма интересно применить данную концепцию для анализа рыночных систем центров. Более поздние положения сетевой экономики [12] позволяют раздвигать рамки изучения центров,

⁹ Данные положения разработаны Россом Старр [5] и Кеннетом Эрроу совместно с Джоном Хиксом. Основные теории общего равновесия [6]: неоклассические; нео- и посткейнсианские; представленные австрийской экономической школой (обобщенно изложенные Йозефом Салерно в работе [7]).

в частности проводить их ранжирование и выделять в качестве главных финансовых узлов хозяйства.

Информация — важная сторона жизни финансовых центров. Во многом именно на ней строится теория посредничества, и под ее воздействием возникают многие привилегии, которыми обладают финансовые институты, расположенные в центрах. Концепция асимметричной информации¹⁰ позволила углубить понимание распределения финансовых активов.

Известно, что финансовые центры усиливают неравномерности и диспропорции, а также способствуют перекачке богатства в крупные мегаполисы. Достаточно простые и эффективные условия компенсации диспропорций находятся на стадии только предположений; соответственно, механизмы, способные справиться с нарастающими финансово-информационными перекосами, еще не созданы. Альтернативными методами служат кризисы. Они периодически снимали и продолжают снимать определенные напряжения путем ликвидации части финансовых активов [16, с. 251]. В этом же направлении действует и перекачка через государственные каналы общественного богатства в пользу финансового сектора, которая проходит под знаками финансовой помощи и инфляционного акселератора роста. Финансовые центры становятся своеобразными ударными звеньями как кризисных процессов, так и государственных интервенций. Тем самым изучение функционирования центров под воздействием данных процессов позволит раздвинуть границы понимания цикличности, а также пределов и возможностей государственного воздействия на экономику.

В экономической науке значительно усилился акцент на стратегическое и текущее поведение. В результате получили развитие теории поведенческих финансов [17] и поведенческой экономики¹¹, использование которых позволяет расширить понимание механизма функционирования финансовых центров в социальные, культурные и психологические направления. Финансовые агенты пытаются не только предвидеть ответ контрагентов на свои действия, но и активно воздействовать на окружающую среду. С этой целью они переходят к формированию финансовой и кредитной политики, а также кредитной культуры [19]. В результате возрастает роль транснациональных банков в решении культурологических проблем, а также в создании и продвижении массовой универсальной кредитной культуры [20, с. 53–58; 21, с. 167–172]. С ростом понимания стратегии поведения расширяется интерес к учету текущих изменений. В ос-

¹⁰ Нобелевскую премию по экономике в 2001 г. «За вклад в анализ рынков с асимметричной информацией» получили Джордж Акерлоф [13], Майкл Спенс [14] и Джозеф Юджин Стиглиц [15].

¹¹ По вопросу соотношения теорий поведенческих финансов и поведенческой экономики существуют два противоположных подхода. Согласно первому и более устоявшемуся, поведенческие финансы являются составной частью поведенческой экономики. Поведенческая экономика связана с именем Адама Смита [18]. В XX в. неоклассическая школа включила в свой предмет вопросы психологии, а в последней четверти прошлого века произошло формирование поведенческой теории. Позиция приверженцев самостоятельности теории поведенческих финансов строится на том, что по своему значению теория финансового посредничества неразрывно связана с вопросами поведения и особенностями психологии финансовых агентов. Что же касается вопросов рыночных трендов, финансовой конфиденциальности, чрезмерного оптимизма или пессимизма инвесторов, кредиторов и заемщиков, стресса биржевых игроков и т. п., то они всегда были в центре изучения теории кредита и финансов. Важным аспектом поведенческих финансов является технический анализ, который при изучении финансового рынка позволил расширить применение математического аппарата и, по крайней мере, в краткосрочной перспективе перейти к прогнозированию с определенной вероятностью основных трендов.

нове последних находится, наряду с экономическими обстоятельствами, психология людей, принимающих решения [22]. Эмоции наиболее зримо определяют биржевое поведение: ажиотажи, паники, следование за лидером ежедневно воздействуют на рынок и жизнь финансовых центров.

Финансовое посредничество — основа финансовых центров

Центральная категория анализа столиц капитала — финансовое посредничество. Чтобы разобраться с тем, как и почему финансовые институты для штаб-квартир и основных мест деятельности выбирали определенные города, и решить, каким образом эти города превратились в финансовые центры, необходимо уточнить само понятие «финансовое посредничество» и определить возможность его применения не только к конкретным институтам, но и непосредственно к самим центрам. Тем самым в теории финансового посредничества совершается восхождение от «индивидуального» к «коллективному» посредничеству и вводится территориальный аспект. Если первое отражает классическое назначение посредничества, то второе — новое, связано не столько с концентрацией финансовых учреждений в ведущих городах, сколько с изменением функций городского пространства. Оно свидетельствует о насыщении мегаполисов новыми характеристиками и свойствами и позволяет уточнить содержание, назначение и место финансовых центров в общем хозяйстве.

Несовершенство рынка и традиционная теория финансов

С большим упрощением, но допустимым для последующего анализа, можно считать, что вопрос совершенства рынка является краеугольным камнем, который разъединяет кейнсианство и австрийскую экономическую школу (своеобразное левое крыло монетаризма). Странники первого направления считают, что рынок не может быть совершенным по своей природе, и, соответственно, государству необходимо его корректировать; австрийская школа рассматривает идеальный рынок и возможные от него отклонения, которые устраняет сам рынок. Строго говоря, на совершенный рынок опирался и Карл Маркс в знаменитых схемах воспроизводства. В соответствии с двумя подходами роль финансовых институтов на рынке рассматривается по-разному.

Согласно традиционным воззрениям, финансовое посредничество основано на несовершенстве рынка; идеальному же рынку финансовые посредники не нужны. Поскольку рынок далек от совершенства, то для его оптимизации как раз и необходимы финансовые посредники. Компенсируя рыночные несовершенства, они несут определенные затраты. Общепринятая теория финансовых посредников определяет круг тех, кто возмещает такие затраты, — инвесторы и потребители инвестиций, кредиторы и заемщики. Таким образом, вывод вполне очевиден: по мере насыщения рынка информацией и равномерного ее распределения возможен переход к экономии затрат двух сторон сделки за счет исключения финансовых посредников. Формально неожиданным может быть вопрос: могут ли финансовые посредники за счет своей деятельности создавать новую стоимость? Ответ на него с позиции современной теории финансов, скорее, будет негативным, поскольку посредники компенсируют свои затраты за счет двух крайних сторон сделки. Отрицательный ответ вполне уместен и для трудовой теории стоимости — финансовые посредники не участвуют в процессе производства и, следовательно, не создают новую стоимость. При таком подходе создается впечатление, что устранение посредников способно снизить затраты в системе «сбе-

режения — инвестиции» и в перспективе неизбежно. Но на практике происходит все с точностью до наоборот. При любом раскладе финансовое посредничество набирает силу и напрямую связано с экономическим ростом: оно выступает важным механизмом его обеспечения.

Вопрос источника возмещения затрат финансовых посредников не праздный. Ответ на него служит своеобразной лакмусовой бумагой, при помощи которой выясняются позиции различных сторон о причинах существования финансового посредничества. Если кейнсианство акцентирует внимание на несовершенстве рынка, то монетаризм — на рынке вообще без отношения к уровню его совершенства. Попробуем доказать возможность и, главное, необходимость финансового посредничества для рынка как такового, когда сбережения не просто трансформируются в инвестиции, а одновременно с этим прирастают в стоимости. Сначала рассмотрим действие данного механизма применительно к индивидуальному, а потом и коллективному посредничеству.

Хайек против Кейнса: трансформация сбережений в инвестиции в финансовых центрах

Для того чтобы разобраться с посредничеством финансовых центров, необходимо рассмотреть различия подходов Фридриха Хайека и Джона М. Кейнса по проблеме «сбережения — инвестиции».

Первое графическое представление структуры производства с позиции свободного рынка можно найти в работе Хайека «Цены и производство» в форме известных хайековских треугольников [23, р. 39]. При их помощи определялось поведение рыночных агентов с учетом денежных потоков и времени. Таким способом выяснялось влияние временных изменений на достижение поставленных целей¹².

В самом начале 1930-х годов Хайек представил на суд общественности свои знаменитые треугольники¹³. В то время разработки Хайека буквально ошеломили ученых и практически сразу же вошли в мейнстрим экономической мысли¹⁴. Но уже к концу десятилетия они уступили пальму первенства кейнсианским моделям денежно-кредитного регулирования цикла¹⁵ и быстро были забыты. На волне дерегулирования снова возрос интерес к хайековским треугольникам. В 1940–1950-х годах треугольники были доработаны Мюрреем Ротбардом [26], а в 1960–1970-х годах — Джеффом Харкорттом и Натаном Леингом [27, р. 211]. Последние определили позитивную связь между коли-

¹² Разбор хайековских треугольников с позиции современных знаний провел Роджер Гаррисон [24].

¹³ Одна сторона треугольника представляет собой расходы потребителей, другая измеряет время, а третья — инвестиции. Это позволило Хайеку, по сути, проиллюстрировать временной компромисс, признанный Карлом Менгером и подчеркнутый Бем-Баверком.

¹⁴ Весьма интересна ремарка Хикса о том, как приняла американская аудитория книгу Хайека «Цены и производство»: «Книга написана на английском, однако она не была английской экономикс» [25, р. 204]. Для английской аудитории было чуждо использование треугольников в качестве основы для доказательства макроэкономической теории и, в частности, при рассуждениях о бумагах и спадах, а также инвестициях, проценте и временных предпочтениях.

¹⁵ Предложенный Кейнсом (в окончательном виде выражено в знаменитом труде «Общая теория занятости, процента и денег») «выход» из кризиса стал, по сути, программным документом не только для США, но и целого ряда европейских стран. В результате вскоре пропал интерес к рыночным механизмам регулирования бизнес-цикла.

чеством капитала и временем производства¹⁶. Тем самым они связали друг с другом две качественно разнородные проблемы: наличие капитала и экономический рост [29]. Хайек также постоянно возвращался к своим треугольникам.

Таким образом, разработки австрийской школы и ее последователей позволили уточнить роль финансового посредничества в системе «сбережения — инвестиции» в потоке времени. Анализируя эффект денежного воздействия на систему производства, австрийская школа обратила внимание на кредитные интервенции¹⁷ [23, р. 54; 33, р. 556; 34, р. 885]. В дальнейшем вопрос кредитных инъекций в экономику был значительно развит Милтоном Фридманом [35, р. 4ff]. В австрийской школе деньги никогда не были «нейтральной категорией», отмечал Людвиг фон Мизес. Наоборот, деньги принимались как «движущая сила» всего развития [33, р. 418]. В таком виде они придавали динамизм застывшим факторам производства. Следует отметить, что денежно-кредитная акселерация является основным положением и кейнсианской теории. Однако выводы австрийской и кейнсианской школы делали зачастую противоположные. Если первая замечала в них помеху свободному выбору, который принимали экономические агенты, то вторая — стимул или рычаг внешнего (со стороны государства) управления циклом и основу экономического роста.

Джон Мейнард Кейнс считал книгу Хайека своеобразным ответом-критикой на трактат о деньгах [36]. Кейнс не только не воспринял идей книги «Цены и производство», но и враждебно отнёсся к ней [37, р. 120]. Некоторые английские экономисты, в частности Лайонел Роббинс [38] и в меньшей степени Джон Хикс [39] и Абба Лернер, оценили, по крайней мере временно, теорию Хайека¹⁸. Но общее направление экономической науки тогда было не в пользу восприятия капитала на основе макроэкономики. Сложность структуры капитала в его макроэкономическом неравновесии стала основанием для выделения в два самостоятельных направления теории капитала и макроэкономики. Размежевание макроэкономики и теории капитала стало полным в связи с публикацией в 1936 г. Кейнсом «Общей теории занятости, процента и денег» [42]. Суть размежевания заключалась в следующем: Хайек на основе теории капитала

¹⁶ В 1960-х годах в Кембридже развернулись теоретические и математические дебаты по вопросам природы и роли капитала (в качестве средства производства), в ходе которых было подвергнуто критике доминировавшее в то время неоклассическое видение агрегированного производства и распределения. Дебаты шли между профессорами Кембриджа Джоном Робинсоном и Пьеро Сраффа и профессорами Массачусетского технологического института Полом Самуэльсоном и Робертом Солоу. Неорикардианцы и неоклассики пытались преодолеть барьер между микроэкономическими концепциями и пониманием общества в целом. С этой целью неорикардианцы предложили денежные и фискальные теории для объяснения впрыска денег в экономику и подвергли критике кейнсианский подход к сбережениям и инвестициям. В результате вместо кейнсианской модели экономического роста была предложена новая теория [28].

¹⁷ Тщательное исследование капиталоприориентированной экономики провел Роберт Харрисон [30]. На русском языке в Интернете можно найти эссе его работы [31], подробно это изложено в переводной книге Хайека [32, с. 136].

¹⁸ Абба Лернер (1903–1982), американский экономист, родился в Бессарабии (Российская империя), в 1934–1935 гг. в Кембридже встречался с Кейнсом, в 1937 г. эмигрировал в США и стал известен как оппонент Милтона Фридмана; разработал теорию «рыночного социализма», или «третий путь»; с возрастом стал дистанцироваться от социалистических воззрений [40]. Автор теории функциональных финансов, которую связывал с максимальной занятостью рабочей силы. Последняя теория имеет определенное значение для понимания механизма функционирования финансовых посредников и центров, поскольку учитывает роль потребительского спроса и государственных интервенций в экономике посредством фискальной, денежно-кредитной политики и государственных расходов [41].

объяснил, как экономика входит в кризис, Кейнс же игнорировал капитал и предложил выход из кризиса на основе государственных манипуляций (в основном денежных инъекций). Если опираться на основные положения австрийской экономической школы, то центральный вопрос анализа — капитал, а если выбор сохранить за кейнсианством, то внимание следует сосредоточить на государственных механизмах формирования соответствующих условий.

И еще одно важное дополнение, которое сделал Гаррисон: «Хайековские треугольники являются постоянным напоминанием о том, что определенная сумма предпринимательских предвидений регулирует межвременное распределение ресурсов. Они вполне значимы для анализа механизма функционирования капиталистической экономики и ответственны за чистый прирост капитала в экономике. Если рыночные механизмы, регулирующие межвременное распределение капитала, нормально работают, то трансформация сбережений в инвестиции не представляет особых проблем. Изменения в склонности к сбережениям оказывают непосредственное влияние на уровень процентных ставок. Рыночные механизмы вместе с предпринимательским предвидением продолжают работать как и раньше, только теперь при различных кредитных условиях при распределении капитала в производстве принимают участие и другие механизмы» [43, р. 112]. Следовательно, поведение предпринимателей во многом становится краеугольным камнем в системе «сбережения — инвестиции» и определяет посредническую активность, а если продолжить эту мысль, то и все развитие финансовых центров. Среди других механизмов, регулирующих систему «сбережения — инвестиции», выделяется государственная политика, которая экзогенна по отношению к рынку и так же, как и предпринимательская инициатива, субъективна. Автор исходит из того, что поведение предпринимателей, государства и потребителей определяет рынок и судьбу финансовых центров, и поэтому в настоящую статью включен их анализ, но с учетом различий между подходами Кейнса и Хайека.

Если в среду действующих сил, определивших движение капитала, ввести финансовых посредников, то конечное значение не изменит результата ни хайековских плоских, ни последующих ротбандских трехмерных треугольников и еще более поздних кривых линий Джона Хикса [44, р. 44]. Существенно они не меняются и с учетом сравнительного анализа кейнсианских и австрийских моделей цикла [45], проведенного Гаррисоном в учебнике по макроэкономике, написанном с позиции австрийской экономической школы [46, р. 34]. Если руководствоваться логикой Гарднера Оклея, предложенной им в учебнике «Макроэкономическая теория»¹⁹, то следует «бросить все эти элементы в один котел, хорошо все перемешать и отведать результат» [47, р. 347]. А результатом будет прямой выход на основе вышеперечисленных научных положений к разработке математических связей и зависимостей, которые могут определять основные результаты работы финансовых центров. Предлагаемая статья, по замыслу автора, подготавливает методологическую базу для такого перехода в дальнейшем.

¹⁹ Пожалуй, наиболее читаемый учебник по макроэкономической теории, написанный с позиции австрийской экономической школы, переведен на многие языки и в последней трети прошлого века стал своеобразным стандартом в учебной литературе (Оклея (1915–1998) — американский экономист и дипломат, советник президентов Джона Кеннеди (1961–1963) и Линдона Джонсона (1964–1968)).

Бесполезны ли посредники?

Если следовать логике теории финансового посредничества буквально, то можно сделать заключение о бесполезности посредников²⁰. Профессор Уортоновской школы бизнеса Франклин Алан отмечал, что стандартная теория оценки финансовых активов замечает только прямые связи на финансовом рынке и игнорирует финансовое посредничество, что служит основой для отрицания их роли в экономике [49, p. 1165]. Однако такие выводы противоречат фактическому положению дел — участию посредников в экономическом росте [50, p. 1] и повышению их значения в процессе производства добавочной стоимости. За период 1970–1985 гг. в США почти четверть всех корпоративных инвестиций приходилась на банки, во Франции — 37%, а Японии — 50% [51, p. 198]. За период 1980–1995 гг. 35 стран пережили банковские кризисы, которые приостанавливали банковское кредитование, что приводило к сокращению экономического роста и вызывало рецессии [52, p. 12]. Дело в том, что в цепочке создания новой стоимости финансовые посредники занимали особое место, значение которого постоянно росло. Так, в США за период 1950–2012 гг. в стоимости произведенного продукта доля финансового сектора возросла с 3 до 8%. Еще более разительные свидетельства участия финансовых посредников в создании новой стоимости представляет Швейцария, где данный показатель превысил 14% [53]. Другой пример: больше четверти богатства Лондона производят финансовые посредники. В целом в стране их роль значительно скромнее, но и там она превышает 10%.

Причину роста доли финансовых посредников в новой стоимости легко объяснить, используя старую аргументацию, согласно которой, несмотря на новые возможности и новые финансовые инструменты, в финансовой сфере происходит рост уровня риска. Финансовые посредники принимают на себя функцию управления риском. Следовательно, ничего не изменилось с проблемой его компенсации — абсорбция риска была и остается одной из центральных и классических функций банков и страховых компаний. Финансовые посредники согласовывают интересы между двумя сторонами сделки. Они оптимизируют связи между предложением денег (сбережениями) и их потреблением (инвестиционным спросом) и действуют как дефлятор риска, поскольку индивидуальный инвестор всегда несет больше риска, чем коллективный. У последнего он распределяется на совокупный капитал и значительный круг клиентов и операций. Однако данное объяснение, каким бы красивым и удобным оно ни было, является неубедительным, поскольку снижение уровня риска, которое наблюдается у посредника, оплачивается клиентом из своей доли дохода, но не влияет на общий рост капитала. Поэтому компенсационный характер возмещения затрат финансового посредника не объясняет роль последних в создании новой стоимости.

Значение финансового посредничества нельзя свести и к простому обнаружению, мониторингу и перераспределению рисков в интересах клиентов. Оно значительно сложнее и важнее. Однако уже здесь заложены возможности создания стоимости, поскольку финансовые посредники претендовали на участие в данном процессе. Более значительным обстоятельством становилось то, что посредники активно воздейство-

²⁰ Критический разбор позиций сторонников устранения необходимости института финансового посредничества провели в Вене на денежно-финансовом форуме (секция финансовых институтов) Б. Шольценз и Д. Уэнсвин. В частности, они отмечали, что в обществе растет непонимание функций финансовых институтов, «многие склонны считать, что они исторически изжили свое значение» [48, p. 11].

вали на сам уровень риска посредством создания новых финансовых продуктов, которые не в состоянии предложить индивидуальные потребители инвестиций владельцам сбережений, а заемщики — кредиторам.

Финансовые посредники и производство стоимости

Несмотря на естественную связь с рыночным несовершенством, финансовое посредничество имеет более богатое содержание, которое раскрывается через его участие в производстве стоимости. Финансовые посредники разработали специальный инструментарий, позволяющий разделить финансовый капитал на две составляющие — капитальную сумму и риск. С этой целью выпускались новые виды ценных бумаг, которые обращались на особых рынках и выполняли свои задачи. В данном случае финансовый посредник выступал в совершенно ином качестве, которое, правда, унаследовано им от его трансформационных функций (преобразовании капитала из одного качества на входе в другое — на выходе). Таким образом, финансовые посредники занимались капиталотворческими делами — одна единица капитала мультиплицировалась в две новые: первая представлялась в виде лишенной риска капитальной суммы, а вторая — в виде выделенного риска. На самом деле финансовые посредники с момента своего появления занимались трансформационными делами. Они «производили» долгосрочный капитал из денежных сбережений, краткосрочных и текущих денег, из страховых взносов. Данная деятельность была исторически и логически исходной для финансовых посредников.

В целом ряде случаев финансовые центры за счет разделения активов на две части (риск и капитальную сумму) предлагали на микроуровне полную гарантию сделки, и у владельцев сбережений, и инвесторов практически устранялся сам фактор риска. Однако последний кризис показал, что на макроуровне гарантии за счет манипулирования с ценными бумагами были недостаточными — освободиться от риска невозможно.

Рассмотренные случаи трансформации денег в капитал, а также одной формы капитала в другую и его мультипликации относятся к частным случаям и представляют собой индивидуальное капиталотворческое «производство» каждого конкретного финансового посредника. Для того чтобы предоставить общую картину и перейти к разбору коллективной посреднической деятельности, необходимо подвести определенные итоги.

Итак, финансовое посредничество выполняет двойную задачу: компенсирует рыночное несовершенство и участвует в «производстве» не только новых видов капитала, но и классических, связанных, например, с преобразованием краткосрочных депозитов в долгосрочные вложения. На необходимости компенсации несовершенств рынка построены также известные подходы к государственному регулированию финансовых учреждений. Идеальный рынок — недостижимое явление, и для оптимизации работы необходимо решать проблему с его провалами. Финансовые посредники стихийно выделились из самого рынка, и поэтому стали неотъемлемыми его элементами. Внешними по отношению к рынку механизмами, наряду с государственным регулированием, стали финансовые центры, которые, скорее, занимают своеобразную «усредненную» нишу между внутренними и внешними механизмами рыночных компенсаций. Но их назначение значительно шире. Они ответственны за производство новой стоимости и рост капитала.

Коллективное финансовое посредничество

Финансовые учреждения в крупных городах получают определенные привилегии — там не просто сосредотачиваются капиталы и множатся финансовые услуги, но и повышается эффективность деятельности. В ее основе находятся территориальная близость, повседневные контакты, информационная насыщенность, повышенная дифференциация и специализация, а также разнообразные сложноуловимые связи и новые возможности. В городах кооперация, сотрудничество, впрочем, как и конкуренция, развертываются в форме коллективного посредничества, когда опосредованием занимаются не просто отдельные учреждения, а с учетом особого городского разделения труда — вся их совокупность и даже сама городская среда. В результате происходит своеобразный переход от индивидуального посредничества к коллективному. Если первое построено на деятельности отдельных финансовых институтов, то второе — на их совместной работе, с учетом углубляющегося разделения труда и дифференциации услуг в рамках финансовых центров. При этом сохраняются и получают дальнейшее развитие такие виды посреднической деятельности, как банковская, инвестиционная, страховая, биржевая и т. п. Они четко определены и закреплены юридически, находятся под постоянным государственным контролем и регулированием, выделены в специфические виды учреждений в соответствии с принятой и законодательно закрепленной в каждой стране структурой финансовых институтов. Особенностью работы в финансовых центрах становится то, что любой финансовый продукт является результатом работы целого ряда связанных между собой учреждений. Например, для выпуска производных бумаг требуются финансовые учреждения, среди которых: одно — собирает первичные обязательства в пул, другое — производит их оценку, третье — эмитирует новые, четвертое — выступает депозитарием для хранения первичных бумаг, пятое — размещает новые бумаги и т. д. Таким образом, ценные бумаги и кредиты, которые обращаются в финансовых центрах, являются продуктом коллективного творчества.

Тем временем индивидуальное посредничество под воздействием универсализации, дерегулирования, глобализации, развития новых рынков и инструментов находится в состоянии трансформации. Прежде всего, завершается переход к универсальным финансовым институтам, когда стираются границы между отдельными их видами и любое финансовое учреждение становится своеобразной биржей и универсамом, в опт и розницу торгующим широким спектром финансовых продуктов. В этих условиях значительная часть капитала освобождается от государственной опеки, и получают развитие бесконтрольные со стороны общества рынки, в основе которых находятся внебиржевые обмены и обороты забалансовых активов, опережающий рост производных инструментов и постоянное появление новых видов ценных бумаг, не подпадающих под регулирование. Глобальный рынок и транснациональные финансовые корпорации выводят посредничество за рамки отдельных центров и государств и превращают его в мировое явление. И, наконец, главное: возрастает роль финансового посредничества в приращении стоимости опосредуемого им капитала, что во многом определяет его позиции и назначение в обществе.

Городская среда финансового посредничества

Финансовые центры неизменно требовали денежной определенности. Надежная и твердая валюта, свободно обращающаяся, всегда привлекала капитал, и он устремлялся туда, где соблюдались такие условия. Но была еще масса других запросов, которые выдвигал финансовый капитал и на которые необходимо было ответить рынку и государству, и только тогда капитал «говорил»: здесь быть финансовому центру.

Среди требований капитала всегда заметное место занимали городская среда, культура, быт и, конечно, качество жизни. Реагирование на разнообразные запросы усложняло жизнь финансовых центров, которые всегда должны были следить за ними или терять лидерство, что нередко и случалось. Все эти условия необходимы как для капитала, так и для организаторов его движения. Причем многие «прочие» обстоятельства, вполне очевидные для капитала, но в силу каких-то причин не уловимые для государственных чиновников, нередко становились решающими при выборе капиталом мест размещения²¹. Итак, биография финансовых центров неотделима не только от транснациональных посредников и бирж, но и от городской среды, финансовой культуры и социальной сферы.

Выводы

Основные изменения в финансовом посредничестве не ограничены институциональными формами и функциональными уровнями. Преобразования затронули и территориальную организацию финансового посредничества. Современные финансовые центры открывали для посредничества принципиально новые перспективы. Ведущие мегаполисы стали своеобразными инкубаторами, которые трансформировали ресурсы из одной формы в другую, оптимизировали спрос и предложение, организацию сбережений и инвестиций. На таких площадках действует совокупность финансовых учреждений, а их насыщенность до определенного уровня меняет сам механизм опосредования в направлении трансформации индивидуального посредничества в коллективное.

Народнохозяйственное назначение финансовых центров сводится, с одной стороны, к повышению эффективности перехода сбережений в инвестиции в результате экономии времени и труда, оптимизации связей между конечными сторонами системы и минимизации риска, а с другой — к производству добавочной стоимости и росту опосредуемого капитала, используемого для экономического развития.

Коллективное финансовое посредничество видоизменяет механизмы создания стоимости, ценообразования, полезности, стабильности и ликвидности. В результате по-иному выстраиваются многие отношения и связи и видоизменяются принципы действия целого ряда экономических законов и закономерностей.

²¹ Удобства проживания, физическая и экономическая безопасность, пешеходная доступность жизненно важных учреждений в не меньшей степени, чем и презумпция неприкосновенности частной собственности, благоприятное отношение чиновников и населения к предпринимательству и капиталу, развитый рынок, повышенная толерантность, политические и идеологические свободы положительно сказываются на привлечении капитала.

Литература

1. Ключников И. К., Молчанова О. А., Ключников О. И. Финансовые центры: теория и механизмы развития. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2013. 298 с.
2. The Global Financial Centres Index 1. March 2007. 65 p.
3. The Global Financial Centres Index 13. March 2013. 48 p.
4. Лебедев Б. М. Москва как международный финансовый центр // Финансовый мир. Вып. 4 / под ред. В. В. Иванова, А. В. Канаева. М.: Проспект, 2013. 304 с.
5. Starr R. General Equilibrium Theory: An Introduction. US: Academic Press, 1989. 351 p.
6. Equilibrium in Economics: Scope and Limits / ed. by V. Mosini. New York: Routledge, 2007. 284 p.
7. Salerno J. T. Friedrich Von Wieser and Friedrich A. Hayek: The General Equilibrium Tradition in Austrian Economics. New York: Lubin School Business, 2003. 34 p.
8. Сэндлер Т. Экономические концепции для общественных наук / пер. с англ. М.: Изд-во «Весь мир», 2006. 376 с.
9. Nagurney A. Financial Equilibrium. Amherst (MA, US): University of Massachusetts, 2002. 412 p.
10. Schinasi G. J. Defining Financial Stability // IMF Working Papers. N 04/187. Washington: International Monetary Fund, 2004. 01 October. 45 p.
11. Dattels P., McCaughrin R., Miyajima K., Puig J. Can You Map Global Financial Stability? // IMF Working Papers. N 10/145. Washington: International Monetary Fund, June 2010. 42 p.
12. Nagurney A. Network Economics. An Introduction. Amherst (MA, US): University of Massachusetts, 2002. 34 p.
13. George A. Akerlof. The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84. August 1970. P. 488–500.
14. Spence M. Marketing Job Marketing Signaling // Quarterly Journal of Economics. 1973. Vol. 87, N 3. P. 335–374.
15. Stigler G. J. The Economics of Information // Journal of Political Economy. 1961. N 3 (69). P. 213–225.
16. Ключников И. К., Молчанова О. А. Финансовые кризисы: теория, история и современность. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2011. 258 с.
17. Sewell M. Behavioral Finance // University of Cambridge Revue, February 2007. P. 3–13.
18. Смит А. Теория нравственных чувств. М.: Республика, 1997. 351 с.
19. Ключников И. К., Молчанова О. А. Кредитная культура: сущность, закономерности, формы. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2011. 221 с.
20. Ключников О. И. Транснациональные банки в системе кредитной культуры глобального хозяйства // Ключников О. И. Транснациональные банки в глобальной экономике. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2009. 192 с.
21. Ключников И. К., Молчанова О. А., Ключников О. И. Кредитная культура // Ключников И. К., Молчанова О. А., Ключников О. И. Кредит и банки. М.: Финансы и статистика, 2007. 176 с.
22. Ключников И. К., Молчанова О. А., Ключников О. И. Психология кредита: межсистемный анализ. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2006. 85 с.
23. Hayek F. Prices and Production. New York: Augustus M. Kelley, 1967. 162 p.
24. Garrison R. Q. Hayekian Triangles and Beyond // Hayek, Coordination and Evolution: His Legacy in Philosophy, Politics, Economics, and the History of Ideas / eds J. Birner, R. Zipp. London: Routledge, 1994. P. 109–125.
25. Hicks J. R. Critical Essays in Monetary Theory. Oxford: Oxford University Press, 1967. 603 p.
26. Rothbard M. N. Mystery of Banking. New York: Richardson and Snyder, Dutton, 1983. 237 p.
27. Capital and Growth / eds G. C. Harcourt, N. F. Laing. Middlesex: Penguin Books Ltd., 1971. 451 p.
28. Stiglitz J. E. The Cambridge-Cambridge Controversy in the Theory of Capital. A View from New Haven: A Review of Article // Journal of Political Economy. 1974. Vol. 82 (4). July-August. P. 893–903.
29. Harcourt G. C. Some Cambridge Controversies in the Theory of Capital. Cambridge (England): The Cambridge University Press, 1972. P. 118–176.
30. Garrison R. W. Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure. London: Routledge, 2001.
31. URL: <http://janne-jansen.livejournal.com/> (дата обращения: 29.03.2013).
32. Хайек Ф. А. Пагубная самонадеянность. М., 1992. 329 с.
33. Mises L. Human Action: A Treatise on Economics. New York: Irvington-on-Hudson, 1996 (1949). 606 p.
34. Rothbard M. N. Man, Economy, and State. A Treatise on Economic Principles. Power and Market. Government and the Economy. 2^d ed. Auburn (Alabama, US): Ludwig von Mises Institute, 2009. 985 p.

35. *Friedman M.* The Optimum Quantity of Money and Other Essays. Chicago: Aldine Publishing Co., 1969. 296 p.
36. *Keynes J. M.* A Reply to Dr. Hayek // *Economica*. 1931. N 11. P. 387–397.
37. *Garrison R. Q.* Hayekian Triangles and Beyond // *Hayek, Coordination and Evolution: His Legacy in Philosophy, Politics, Economics, and the History of Ideas* / eds J. Birner, R. Zijp. London: Routledge, 1994. 388 p.
38. *Robbins L.* The Great Depression. London: Macmillan, 1934. 314 p.
39. *Hicks J. R.* Capital and Growth. Oxford: Oxford University Press, 1965. 411 p.
40. *MacKenzie D. W.* The Myth of Functional Finance: Mises vs Lerner / Ludwig von Mises Institute website. 2006. May 23.
41. *Bell S.* Functional Finance: What, Why, and How? // Working Paper. 1999. N 287. Kansas City: University of Missouri. 37 p.
42. *Keynes J. M.* The General Theory of Employment, Interest, and Money. New York: Harcourt, Brace and World, 1964.
43. *Garrison R. Q.* Hayekian Triangles and Beyond // *Hayek, Coordination and Evolution: His Legacy in Philosophy, Politics, Economics, and the History of Ideas* / eds J. Burner, R. Zip. London: Routledge, 1994. P. 234–253.
44. *Hicks J. R.* Capital and Time. Oxford: The Clarendon Press, 1973. 324 p.
45. *Де Сото Х. У.* Деньги, банковский кредит и экономические циклы / пер. с англ.; под ред. А. В. Куряева. Челябинск: Социум, 2008. 603 с.
46. *Garrison R. W.* Austrian Macroeconomics. A Diagrammatical Exposition. Studies in Economics N 5. Menlo Park (California, US): Institute for Humane Studies, 1978. 451 p.
47. *Ackley G.* Macroeconomic Theory. Toronto: The Macmillan Co., 1969. 601 p.
48. *Scholtens B., Wensveen D.* The Theory of Financial Intermediation: An Essay in what it does (not) explain. SUERE / The European Money and Finance Forum. Vienna: EMFF, 2003. P. 35–46.
49. *Allen F.* Do Financial Institutions Matter? Presidential Address // *The Journal of Finance*. 2001. Vol. 56, Issue 4. P. 1165–1175.
50. *Gordon G., Winton A.* Financial Intermediation. Pennsylvania: The Wharton School, 2002. March 1. 501 p.
51. *Mayer C.* Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development // *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment* / ed. by Glenn Hubbard. Chicago: University of Chicago Press, 1990. 311 p.
52. *Scholtens B., Wensveen D.* The Theory of Financial Intermediation: An Essay in what it does (not) explain. SUERE — The European Money and Finance Forum. Vienna: EMFF, 2003. 278 p.
53. National Accounts of OECD Countries. OECD, 2012. 16 Febr.

Статья поступила в редакцию 15 апреля 2013 г.