

ФИНАНСОВЫЕ ПРОБЛЕМЫ

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ И РАЗВИТИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ НА СОВРЕМЕННОМ ЭТАПЕ (2003—2014 ГГ.)

Д.А. Рассказов

Российский университет дружбы народов
ул. Миклухо-Маклая, 6, Москва, Россия, 117198

В статье рассматриваются особенности развития финансовых рынков ведущих экономик Европы, Америки, Азии, а также стран БРИКС и Персидского залива. Проведены межстрановые сопоставления среднегодовых темпов прироста реального ВВП и капитализации локальных рынков акций за период с 2003 по 2014 гг., а также анализ спредов между среднегодовыми темпами прироста объемов кредитования и размера задолженности частного нефинансового сектора. Установлено, что высокая концентрация рисков в банковском секторе Индии, ЮАР и Японии препятствует диверсификации источников финансирования для национальных компаний в отличие от КНР и Республики Корея, где стремительное развитие получил рынок корпоративных облигаций.

Ключевые слова: реальный ВВП, капитализация рынка акций, финансовый рынок, банковский сектор, задолженность частного нефинансового сектора, рынок корпоративных облигаций, коэффициент покрытия, спред между среднегодовыми темпами прироста

Реальный экономический рост и финансовое развитие

Ключевой проблемой в определении роли финансовых рынков в экономическом развитии, которая недооценивается в неоклассических моделях экономического роста, является установление причинно-следственных связей между экономическим ростом и развитием финансовых рынков. Р. Лукас считает, что финансовые ресурсы есть производная от изменений спроса на них со стороны реального сектора экономики [1. С. 6]. Другие исследователи приходят к обратному выводу — развитие финансовых рынков предшествует экономическому росту. Р. Кинг и Р. Левин показывают сильную взаимосвязь между первоначальным уровнем финансового развития государства и экономическим ростом [2. С. 734—735], а Р. Раджан и Л. Зингалес эмпирически доказали, что капиталоемкое промышленное производство развивается более быстрыми темпами в странах с уже сформировавшимися развитыми финансовыми рынками [3. С. 584].

Современная экономическая теория не может однозначно определить причинно-следственные связи между развитием финансового сектора и долговре-

менным экономическим ростом, целью которого в конечном итоге является повышение уровня национального благосостояния. Вместе с тем в развитых странах динамика фондовых индексов является индикатором состояния экономики, поскольку финансовые рынки этих стран менее волатильны, а экономическая политика их правительств более предсказуемая и постоянная. Таким образом, динамику капитализации национальных фондовых рынков и ВВП важно исследовать одновременно, учитывая наличие тесной взаимосвязи между этими показателями. Для этого сопоставим среднегодовые темпы прироста капитализации рынка акций национальных эмитентов и реального ВВП за период с 2003 по 2014 гг. между государствами, сгруппированными по региональному признаку или схожими по уровню экономического развития (табл. 1).

Таблица 1

Среднегодовые темпы прироста реального ВВП и капитализации рынка акций национальных эмитентов за период с 2003 по 2014 гг.

Группа	Государство	1	2	3	Среднее значение покрытия по группе
		Реальный ВВП (1), %	Капитализация рынка акций, %	Покрытие $3=2/1$	
I. Развитые страны	США	1,9	6,8	3,65	3,94
	Канада	2,1	8,5	4,11	
	Великобритания	1,6	2,3	1,48	
	Швейцария	2,0	5,7	2,79	
	Германия	1,1	6,2	5,46	
	Япония	0,8	5,1	6,17	
II. Азия	Гонконг	4,3	17,0	3,99	3,47
	Сингапур	6,2	15,2	2,46	
	Республика Корея	3,8	15,0	3,96	
III. Персидский залив	Саудовская Аравия	6,5	11,6	1,77	1,85
	Катар	13,8	19,5	1,41	
	ОАЭ	5,2	12,4	2,37	
IV. ЦВЕ	Чехия	2,5	5,8 (2)	2,28	1,58
	Польша	4,1	12,7	3,12	
	Венгрия	1,5	-1,0	-0,66	
V. БРИКС	КНР	10,5	18,6	1,78	3,32
	ЮАР	3,3	19,6	5,88	
	Бразилия	3,7	15,3	4,15	
	Индия	8,2	20,0	2,45	
	Россия	5,7	13,4	2,37	
Прочие	Турция	5,3	19,4	3,68	3,47
	Казахстан	7,9	25,6	3,25	

Источник: составлено автором по статистическим данным МВФ, Всемирной федерации бирж, Всемирного банка, Банка России [7—9; 11].

Для целей настоящего анализа был введен показатель «покрытие», рассчитанный как отношение среднегодовых темпов прироста капитализации национальных эмитентов на местных торговых площадках и реального ВВП за период с 2003 по 2014 гг. Введение данного коэффициента обусловлено гипотезой, согласно которой рост финансового рынка является производным от роста экономики (т.е. реального ВВП). В исследуемой группе развитых стран скорость роста рыночной стоимости акций национальных компаний на местных торговых площадках по сравнению с приростом реального ВВП была выше в Японии, о чем свидетельствует разработанный коэффициент покрытия (6,17). Таким образом, за исследуемый период капитализация японских компаний на местных фондовых биржах (в г. Токио и г. Осаке) в среднем росла более чем в 6 раз быстрее по сравнению с общим ростом экономики, в первую очередь за счет «низкой базы» темпов прироста реального ВВП (среднегодовой прирост менее 1% в год за исследуемый период). При этом Япония уступает другим государствам в данной группе по средним темпам прироста рыночной капитализации компаний-резидентов в период с 2003 по 2014 гг.

Вторая группа стран представлена ведущими финансовыми центрами мира — Гонконгом, Сингапуром, а также Республикой Корея, которая взяла курс на ускоренное создание финансового центра на своей территории. Указанные государства демонстрируют схожую динамику капитализации национальных компаний на локальных рынках (в среднем +15—17% в год). Коэффициент покрытия у Гонконга и Южной Кореи равен 4, что сопоставимо с аналогичными показателями США и Канады.

Для стран Персидского залива разработанный коэффициент является одним из самых низких по сравнению с другими исследуемыми государствами, несмотря на уверенный среднегодовой прирост капитализации национальных рынков акций. Очевидно, что значения покрытия для арабских государств занижаются по причине стремительного роста реального ВВП: экономический рост стран-экспортеров углеводородного сырья в исследуемом периоде главным образом обусловлен продолжительным и практически непрерывным ростом цен на нефть с марта 2002 г. вплоть до глобального экономического кризиса 2008 г., который привел к обвалу цен на сырье на последующие полтора года. При этом нефтяные котировки начали расти уже с июня 2009 г. вплоть до конца III квартала 2014 г. («правая» граница исследуемого периода). Таким образом, следует принимать во внимание ограниченность применения данного коэффициента к странам-экспортерам сырьевых ресурсов, в том числе и к России.

Среди стран БРИКС наибольшая скорость роста рынка акций национальных эмитентов по сравнению с приростом реального ВВП за период с 2003 по 2014 гг. зафиксирована в ЮАР — государство является «воротами» в Африку южнее Сахары, ключевым центром роста региона, правовая система которого основана на британской модели. Полученные показатели по Китаю закономерны: маловероятно, что среднегодовой темп прироста реального ВВП на уровне +10,5% может быть достигнут без расширения национального фондового рынка и увеличения его капитализации. Российский рынок акций с 2003 г. рос средним темпом +13,4% в год при среднем приросте реального ВВП +5,7%. Следует отметить, что стре-

мительный рост стоимости акций национальных эмитентов в первую очередь обусловлен за счет ценных бумаг наиболее ликвидной части отечественного фондового рынка — «голубыми фишками», — для которых характерна высокая доля как в рыночной капитализации, так и в биржевом обороте. Таким образом, увеличение объемных биржевых показателей главным образом по причине роста мировых цен на сырьевые товары не свидетельствует о диверсификации и глубине финансового рынка.

Кредитование частного нефинансового сектора

Объем финансового рынка также характеризует показатель общей задолженности частного нефинансового сектора (ЧНС), определяемый Банком международных расчетов как основной долг (англ. core debt) и включающий в себя дебетовую задолженность банковского сектора, а также долговые ценные бумаги. Спред между среднегодовыми темпами прироста объемов кредитования и core debt ЧНС за 2003—2014 гг. позволяет определить, что является основным драйвером роста задолженности частных нефинансовых компаний — банковское кредитование или рынок ценных бумаг (табл. 2). Таким образом, при положительных значениях спреда более значимым источником роста задолженности ЧНС с позиции объемов ресурсной базы является банковский сектор и наоборот. В приведенной таблице страны отсортированы по убыванию значения спреда.

Таблица 2

Банковское кредитование частного нефинансового сектора (ЧНС)

Страна	Доля в core debt ЧНС, %			Среднегодовой прирост, 2003—2014 гг., %		
	2003 г.	2014 г.	Динамика 2014—2003 гг.	1 Кредитование ЧНС	2 core debt ЧНС	3 Спред 3=1-2
Турция	64	89	▲ 25 п.п.	31,7	27,8	3,9
Чехия	41	56	▲ 15 п.п.	10,9	7,8	3,2
Канада	41	52	▲ 11 п.п.	9,0	6,6	2,4
Россия	68	78	▲ 9 п.п.	27,6	26,1	1,5
Польша	56	64	▲ 8 п.п.	13,4	11,9	1,4
Япония	58	67	▲ 9 п.п.	0,7	-0,7	1,4
Бразилия	83	93	▲ 10 п.п.	20,0	18,8	1,2
Саудовская Аравия	89	95	▲ 6 п.п.	16,3	15,6	0,7
Швейцария	75	77	▲ 2 п.п.	4,5	4,2	0,3
ЮАР	95	94	▲ — 0,4 п.п.	11,7	11,8	0,0
США	34	33	▲ — 0,3 п.п.	3,9	4,0	-0,1
Соединенное королевство	58	56	▲ — 2 п.п.	3,6	3,9	-0,3
Индия	96	93	▼ — 3 п.п.	19,5	19,9	-0,4
Германия	76	72	▼ — 4 п.п.	0,3	0,7	-0,4
Сингапур	90	85	▼ — 4 п.п.	9,7	10,2	-0,5

Окончание табл. 2

Страна	Доля в core debt ЧНС, %			Среднегодовой прирост, 2003—2014 гг., %		
	2003 г.	2014 г.	Динамика 2014—2003 гг.	1	2	3
				Кредитование ЧНС	core debt ЧНС	Спред 3=1-2
Корея	72	67	▼ — 5 п.п.	7,4	8,1	-0,8
Гонконг	90	80	▼ — 10 п.п.	9,7	10,9	-1,2
Венгрия	48	36	▼ — 11 п.п.	6,5	9,2	-2,7
Китай	98	74	▼ — 25 п.п.	16,2	19,3	-3,1

Источник: составлено автором по статистическим данным Всемирного банка, Банка международных расчетов, Банка России [9—11].

Наибольшие средние темпы прироста задолженности частного нефинансового сектора (показатель 2 — core debt ЧНС) с 2003 по 2014 гг. среди анализируемых государств продемонстрировали Турецкая Республика и Российская Федерация (+28% и +26% соответственно). В этих же странах зафиксировано положительное значение спреда, свидетельствующее о большей роли банковских кредитов в финансировании домохозяйств и нефинансовых компаний. Это подтверждается стремительным ростом доли банковских кредитов в core debt ЧНС в данных странах — для Турции значение этого показателя в 2014 г. составило 89% (+25 п.п. к 2003 г.), для Российской Федерации — 78% (+9 п.п. к 2003 г.). Крупнейшие экономики стран БРИКС — Китай и Индия — демонстрируют отрицательный спред при сохранении стремительного роста как задолженности ЧНС в целом, так и банковского кредитования ЧНС в частности. Несмотря на схожие высокие темпы прироста исследуемых показателей, данные государства имеют совершенно различную степень зависимости от банковского сектора: КНР удалось существенно снизить долю банковских кредитов в финансировании ЧНС до 74% в 2014 г. (–25 п.п. к 2003 г.), в отличие от Индии, где доля этого показателя по-прежнему остается на крайне высоком уровне в core debt частного нефинансового сектора (93% в 2014 г., –3 п.п. к 2003 г.). Учитывая специфику методологии составления показателя core debt Банком международных расчетов, снижение доли банковских кредитов в КНР свидетельствует об их замещении корпоративными облигациями, в отличие от Республики Индия и ЮАР, где сохраняется крайне высокая доля банковского сектора в кредитовании частного нефинансового сектора экономики. Примечательно, что наблюдаемая тенденция замещения для Китая началась с 2004—2005 гг., когда на межбанковском рынке появилась возможность торговли корпоративными облигациями [4. С. 8]. По мнению аналитиков из Goldman Sacks [5. С. 3], развитие долговых инструментов частных компаний в стране обусловлено двумя основными факторами: возросшими кредитными рисками в банковском секторе (как фактически единственного канала долгового финансирования), а также необходимостью диверсификации источников инвестиций, в первую очередь для финансирования инфраструктурных проектов. Как результат — среднегодовой прирост core debt китайских домохозяйств и нефинансовых компаний опережал прирост банковского кредитования указанных субъектов экономики на 3 п.п.

В Республике Индия банковское кредитование является фактически единственным источником финансирования долга нефинансовых корпораций, что сдерживает развитие инфраструктурных проектов на территории страны. Описанный выше опыт КНР в середине 2000-х гг. показал, что для дальнейшего роста инвестиций в реальный сектор экономики и инфраструктуру необходимо снижать накопленные кредитные риски банковского сектора путем диверсификации источников долговых обязательств, т.е. через развитие рынка корпоративных облигаций. Его отсутствие косвенно оказывает негативное влияние на развитие малого и среднего бизнеса (МСБ): коммерческие банки ориентированы на финансирование потребностей крупного бизнеса, в результате чего принятие на себя дополнительного кредитного риска за счет предприятий МСБ является неоправданным. Таким образом, с учетом крайне слабого развития рынка корпоративных облигаций для небольших компаний фактически единственным источником финансирования является рынок акционерного капитала. В работах, посвященных проблемам развития рынка корпоративных облигаций в Индии в 2000-е гг., выделяются следующие основные ограничения его роста [6. С. 21]:

— законодательные требования к институциональным инвесторам, вынуждающие последних повышать долю государственных облигаций в своем портфеле: по данным на март 2013 г., объем государственных облигаций в обращении составил около 49% ВВП, в то время как на корпоративные облигации приходилось лишь 5,4% ВВП;

- низкая ликвидность вторичного рынка корпоративных облигаций;
- сложная и дорогостоящая процедура эмиссии на национальной бирже.

В Японии на фоне сокращения задолженности ЧНС в среднем на $-0,7\%$ в год (единственный случай среди исследуемых государств) наблюдается небольшой рост банковского кредитования. Таким образом, эти две разнонаправленные тенденции оказывают мультипликативное воздействие на рост доли кредитования в *core debt* ЧНС (+9 п.п. к 2003 г.). В исследуемом периоде доля долговых ценных бумаг, выпущенных на финансовом рынке Японии, постепенно снижается с 10,5% в 4 квартале 2003 года до 4,5% в IV квартале 2014 г. (3). Данная тенденция подтверждает вывод о росте значимости банковского сектора в финансировании японских корпораций. Возможными причинами тенденции к сокращению *core debt* ЧНС являются продолжающаяся дефляция в экономике Японии, нулевые/отрицательные значения ключевой ставки, вхождение производственных корпораций страны в крупные финансово-промышленные холдинги.

США имеет традиционно низкую долю банковских кредитов в *core debt* частного нефинансового сектора на уровне 33%, при этом среднегодовые темпы прироста этих двух показателей находятся на уровне 4%, что объясняет сохранение стабильной доли на протяжении 11 лет. Стоит отметить, что доля банковских кредитов в задолженности ЧНС в конце 1970-х гг. составляла около 55%, после чего планомерно снижалась до текущих значений. История развития финансового рынка США предопределила его глубину: вплоть до конца 1994 г. во многих штатах действовали ограничения для банковского сектора на расширение филиальной сети по стране (4), в связи с чем возможности коммерческих банков по наращиванию кредитного портфеля были ограничены территорией штата, где

располагались офисы банка. Инициаторы подобной модели опасались чрезмерной концентрации в секторе и потери контроля над огромными банковскими структурами с разветвленной сетью. Таким образом, банки не могли полностью удовлетворить потребности в капитале растущих американских корпораций, что послужило стимулом к развитию альтернативных форм финансирования — прежде всего рынка ценных бумаг. В 1994 году ограничения были сняты (5), что позволило банкам открывать филиалы в других штатах, а также покупать конкурирующие кредитные учреждения. Очевидно, что к существенным изменениям структуры уже сформировавшегося глубокого финансового рынка данное изменение законодательства не привело.

Особое внимание стоит обратить на крупнейшие финансовые центры Юго-Восточной Азии — Гонконг и Сингапур. Несмотря на снижение доли банковского сектора в финансировании ЧНС, она по-прежнему сохраняется на высоком уровне (80 и 85% соответственно). При этом банковское кредитование в этих государствах росло одинаковым средним темпом +9,7% в год, но за счет опережающего прироста общей задолженности частного нефинансового сектора снижение доли банков в *core debt* ЧНС в Гонконге оказалось существеннее, чем в Сингапуре. По сравнению с этими государствами в Республике Корея сложился более крупный рынок облигаций, в том числе корпоративных: по данным на март 2013 года, объем корпоративных облигаций в обращении составил 77,5% от номинального ВВП в Корее против 31,4% в Гонконге и 37% в Сингапуре [6. С. 13], при этом ВВП последних двух государств практически в 5 раз меньше корейского.

По итогам проведенного анализа выделены следующие особенности развития финансовых рынков анализируемых стран за период с 2003 по 2014 гг.

В качестве сопоставления скорости роста капитализации рынка акций национальных компаний с темпами экономического роста (измеряемого как прирост реального ВВП) применим коэффициент «покрытия», рассчитываемый как отношение среднегодовых темпов прироста капитализации к реальному ВВП.

При анализе полученных коэффициентов следует учитывать структурные особенности экономического развития некоторых государств, например, стран-экспортеров сырьевых ресурсов, темпы роста реального ВВП которых сильно зависят от колебаний мировых цен на продаваемое сырье.

В целом, во всех анализируемых странах прирост стоимости акций национальных эмитентов существенно опережал темпы роста реального ВВП, за исключением Венгрии, где зафиксировано сокращение капитализации локального рынка акций за исследуемый период.

В Японии зафиксирована наибольшая скорость роста рыночной стоимости акций национальных компаний на местных торговых площадках по сравнению с приростом реального ВВП среди анализируемых стран, в первую очередь по причине крайне низкого для развитых стран среднегодового реального роста экономики на уровне 0,8%.

Несмотря на высокие темпы экономического роста в странах Персидского залива, вызванного в первую очередь благоприятными ценами на нефть, скорость роста локальных рынков акций была медленнее, чем в развитых странах, а также в крупнейших финансовых центрах Азии.

Наибольшие средние темпы прироста задолженности частного нефинансового сектора (*core debt*) с 2003 по 2014 гг. среди анализируемых государств продемонстрировали Турецкая Республика и Российская Федерация (+28% и +26% соответственно), причем преимущественно за счет роста банковского кредитования.

Китаю удалось существенно снизить долю банковских кредитов в финансировании ЧНС до 74% в 2014 г. (–25 п.п. к 2003 г.), в первую очередь за счет развития рынка корпоративных облигаций.

В Республике Индия банковское кредитование является фактически единственным источником заемного капитала для нефинансовых корпораций (доля в *core debt* ЧНС составила 93% в 2014 г.), что сдерживает развитие инфраструктурных проектов на территории страны.

На протяжении 11 лет США имеет традиционно низкую долю банковских кредитов в *core debt* ЧНС на уровне 33%, что связано с особенностями развития локального финансового рынка, в частности с нормативными ограничениями, препятствовавшими росту банковского кредитования вплоть до 1994 г.

В Гонконге и Сингапуре важность банковского кредитования существенно выше роли рынка корпоративных облигаций в финансировании задолженности частного нефинансового сектора, в отличие от Республики Корея, где сформировался развитый внутренний рынок корпоративных долговых ценных бумаг.

Следует отметить, что по итогам данного исследования вопрос об установлении причинно-следственных связей между экономическим ростом и развитием финансовых рынков остается открытым, прежде всего из-за необходимости проведения более глубокого комплексного анализа, выходящего за рамки настоящей работы. При этом формирование универсальных теоретических постулатов для стран, находящихся на разных стадиях экономического развития и с различной структурой экономики, возможно, является нецелесообразным. Несмотря на это, можно считать релевантной следующую гипотезу: в развитых странах с диверсифицированной структурой экспорта, которые находятся на постиндустриальной стадии экономического развития, дальнейшее «углубление» финансовых рынков, в том числе за счет создания новых продуктов, например расширения альтернативных инвестиций, *peer-to-peer* кредитования (6) и других финансовых услуг, способствует появлению и развитию технологических компаний, которые являются драйвером инновационного экономического роста.

ПРИМЕЧАНИЯ

- (1) Для каждой страны получено счетно как среднее значение приростов номинального ВВП в национальных валютах (год к году) за период с 2003 по 2014 гг. за вычетом общего уровня инфляции (дефлятора ВВП), выраженного в процентах.
- (2) Среднегодовой прирост за период с 2003 по 2012 гг.
- (3) Рассчитано автором по статистическим данным Банка международных расчетов.
- (4) *McFadden Act*, 1927.
- (5) *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act*, 1994.
- (6) В общем понимании — это кредитование без использования в качестве посредника традиционных финансовых институтов.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] *Lucas R.E.* 1988. “On the Mechanics of Economic Development”. *Journal of Monetary Economics* 22: 3–42.
- [2] *King R.G. and Levine R.* 1993. “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”. *Quarterly Journal of Economics* 108 (3): 717–737.
- [3] *Rajan R.G. and Zingales L.* 1998. “Financial Dependence and Growth”. *The American Economic Review* 88: 559–586.
- [4] *Афоница С.Г., Ван Цзян, Лапшин В.А.* Общий обзор китайского рынка облигаций. URL: https://www.hse.ru/data/2013/04/17/1297998853/WP16_2013_01.pdf (дата обращения 14.09.2016).
- [5] Goldman Sachs FAQ: China’s Bond Market // Global Liquidity Management. 2014.
- [6] Corporate bond markets in India: A study and policy recommendations // Indian institute of Management Bangalore. 2014.
- [7] World Economic Outlook Database (April 2016). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>
- [8] World Federation of Exchanges Monthly Reports. URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>
- [9] World Development Indicators (February 2016). URL: <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>
- [10] Credit to the non-financial sector (BIS). URL: <http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>
- [11] Monetary Statistics (CBR). URL: <http://www.cbr.ru/eng/statistics/?Prtid=dkfs>

AN ECONOMIC GROWTH AND FINANCIAL MARKETS’ DEVELOPMENT IN MODERN TIMES (2003–2014)

D.A. Rasskazov

Peoples’ Friendship University of Russia
Miklukho-Maklaya str., 6, Moscow, Russia, 117198

The article deals with some special aspects of the financial markets’ development in the leading economies in Europe, America, Asia, BRICS and Persian Gulf countries. The author made the cross-country comparisons of the compound annual growth rates (CAGR) of real GDP and local stock market capitalization in 2003–2014; he also analyzed spreads between CAGR of the amount of lending and debt of the private non-financial sector. The high risk concentration in the banking sector of India, South Africa and Japan was defined as barrier for the diversification of funding sources for the local businesses as opposed to China and Korea, where the corporate bond market has been emerged.

Key words: real GDP, stock market capitalization of the domestic companies, the financial market, the banking sector, the core debt of private non-financial sector, corporate bond market, cover ratio, CAGR spread

REFERENCES

- [1] *Lucas R.E.* 1988. “On the Mechanics of Economic Development”. *Journal of Monetary Economics* 22: 3–42.
- [2] *King R.G. and Levine R.* 1993. “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”. *Quarterly Journal of Economics* 108 (3): 717–737.

- [3] Rajan R.G. and Zingales L. 1998. “Financial Dependence and Growth”. *The American Economic Review* 88: 559—586.
- [4] Afonina S.G., Van Tszyan, Lapshin V.A. *Obschiy obzor kitayskogo rynka obligatsiy [A general review of the Chinese bond market]* National Research University “Higher School of Economics”. Electronic text data (1,05 MB). Moscow: Publishing House of the Higher School of Economics, 2013. 40 p. (Series WP16 “Financial Engineering, Risk-Management and Actuarial Science”) (in Russian). Available at: https://www.hse.ru/data/2013/04/17/1297998853/WP16_2013_01.pdf (accessed 14 September 2016).
- [5] Goldman Sachs FAQ: China’s Bond Market // Global Liquidity Management. 2014.
- [6] Corporate bond markets in India: A study and policy recommendations // Indian institute of Management Bangalore. 2014.
- [7] World Economic Outlook Database (April 2016). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>
- [8] World Federation of Exchanges Monthly Reports. URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>
- [9] World Development Indicators (February 2016). URL: <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>
- [10] Credit to the non-financial sector (BIS). URL: <http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>
- [11] Monetary Statistics (CBR). URL: <http://www.cbr.ru/eng/statistics/?Prtid=dkfs>