

САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВ

ИЗВЕСТИЯ

САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКОГО УНИВЕРСИТЕТА
ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВ

Периодический научный журнал

№ 6 (66)



САНКТ-ПЕТЕРБУРГ
2010

Главный редактор

Л.С. Тарасевич, президент СПбГУЭФ, д-р экон. наук, проф.

Редакционная коллегия

Г.Л. Багиев, д-р экон. наук, проф.; *Г.Н. Белоглазова*, д-р экон. наук, проф.;
И.И. Елисеева, д-р экон. наук, проф., член-корр. РАН;
А.Е. Карлик, д-р экон. наук, проф. (первый заместитель главного редактора);
С.Г. Ковалев, д-р экон. наук, проф.; *И.А. Максимцев*, д-р экон. наук, проф.;
Д.Ю. Миропольский, д-р экон. наук, проф. (заместитель главного редактора);
Л.А. Миэринь, д-р экон. наук, проф.; *А.Н. Петров*, д-р экон. наук, проф.;
В.А. Плотников, д-р экон. наук, проф. (заместитель главного редактора);
М.В. Романовский, д-р экон. наук, проф.; *Г.В. Савинов*, д-р техн. наук, проф.;
И.А. Сафронов, д-р филос. наук, проф.; *С.Г. Светульников*, д-р экон. наук, проф.;
А.С. Селищев, д-р экон. наук, проф.; *В.И. Сигов*, д-р социол. наук, проф.;
В.Е. Чернявская, д-р филол. наук, проф.; *В.А. Ямишанова*, д-р филол. наук, проф.

Журнал «Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов» входит в перечень изданий, публикации в которых учитываются Высшей аттестационной комиссией (ВАК) Министерства образования и науки РФ при защите диссертаций на соискание ученых степеней кандидата и доктора наук.

Статьи журнала включаются в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ), доступный в Интернете по адресу <http://www.elibrary.ru> (Научная электронная библиотека). РИНЦ — база данных, содержащая библиографическую информацию, извлеченную из текста статей, а также пристатейных ссылок (списков литературы).

Точка зрения редакции может не совпадать с мнениями авторов статей.
При перепечатке материалов ссылка на «Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов» обязательна.

Все публикуемые в журнале материалы проходят обязательное рецензирование. В публикации автору может быть отказано в случае отрицательной рецензии либо несоответствия материала профилю издания, что определяется отсутствием экспертов в предметной области статьи в составе рецензентов. В переписку с авторами отклоненных рукописей редакция не вступает, присланные материалы не возвращаются.

Подписные индексы по каталогу агентства «Роспечать» — **15395 и 37154.**

Условия подписки приведены на последней странице журнала.

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР ЭКОНОМИКИ



А.В. КИЕВИЧ

Александр Владимирович КИЕВИЧ — кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов СПбГУЭФ.
В 1992 г. окончил СПбГУЭФ.
Автор 10 публикаций.
Сфера научных интересов — финансовые инструменты, мировой финансовый рынок, операции банков на мировом финансовом рынке.



ВЛИЯНИЕ ИПОТЕЧНОГО КРИЗИСА В США НА БАНКОВСКИЕ СТРУКТУРЫ

Кризис на ипотечном рынке США, который разразился в 2007 г., продолжает воздействовать на состояние мировых валютно-финансовых рынков. Как можно было наблюдать, его влияние распространилось далеко за пределы жилищного сегмента ипотеки на североамериканском континенте, затронув смежные финансовые рынки как в самих США, так и за их пределами.

По мере развития кризисных явлений на ипотечном рынке США оценки аналитиков постоянно менялись. Если в самом начале казалось, что проблемы рынка носят сугубо локальный характер, только отъявленные пессимисты упоминали о передаче кризиса на смежные сектора финансового рынка, то к лету 2008 г. стало очевидно, что от кризиса пострадают отнюдь не только финансовые спекулянты. В настоящее время эмпирические данные свидетельствуют о том, что кризис еще далек от его завершения.

Так, Президент Ассоциации Российских Банков Г.А. Тосунян отмечает, что рост просроченной задолженности сопровождается кредитным сжатием, что повлечет необходимость рекапитализации банков (см. рис.).



Рис. Рост просроченной задолженности

Ист.: Тосунян Г.А. Основные риски для экономики и банковской системы России. Необходимость изменения подходов. Материалы Четырнадцатой Северо-Западной банковской конференции. URL: <http://www.nwbc.ru/?pid=58>

Таблица 1

Деление стран на группы по уровню валовых проблемных активов

5–15 %	10–20 %	15–30 %	25–40 %	35–50 %	50–75 %
Австралия	Австрия	Бахрейн	Болгария	Азербайджан	Доминиканская Республика
Бельгия	Греция	Бразилия	Китай	Аргентина	Египет
Великобритания	Ирландия	Колумбия	Хорватия	Беларусь	Эквадор
Германия	Испания	Чехия	Кипр	Боливия	
Гонконг	Италия	Израиль	Сальвадор	Босния и Герцеговина	
Дания	Корея	Кувейт	Эстония	Венесуэла	
Канада	Малайзия	Мальта	Венгрия	Вьетнам	
Люксембург	Новая Зеландия	Мексика	Индия	Грузия	
Нидерланды	Португалия	Оман	Иордания	Гватемала	
Норвегия	Сингапур	Панама	Ливан	Исландия	
США	ЮАР	Перу	Литва	Индонезия	
Финляндия	Чили	Катар	Марокко	Казахстан	
Франция		Саудовская Аравия	Филиппины	Камбоджа	
Швеция		Словакия	Польша	Коста-Рика	
Швейцария		Словения	Румыния	Латвия	
Япония		Тайвань	Тринидад и Тобаго	Нигерия	
		ОАЭ	Турция	Пакистан	
			Уругвай	Россия	
				Сербия	
				Суринам	

Ист.: Материалы конференции «Влияние мирового финансового кризиса на сферы банковской деятельности». URL: http://www.nva.ru/nva/pressroom/news/show/?id=nva_news_20091124_1

Россия, по данным аналитиков Standard and Poor's, как следует из данных табл. 1, относится к довольно многочисленной группе стран, в банковских системах которых проблемными являются от 35 до 50 % всех валовых активов. Таким образом, в связи с огромными масштабами последствий следует рассмотреть особенности активов, которые привели к «интоксикации» банковской системы и финансового рынка.

Прежде всего необходимо определиться с термином “subprime mortgage loan”, который на русский язык обычно переводится как «низкокачественный ипотечный кредит», что не всегда корректно передает сущность subprime рынка. Сами американские специалисты признаются, что не существует единого общепринятого определения subprime займов [2, с. 6]. При этом возможно использование нескольких подходов, в частности, определение рынка может быть связано с опеределением характеристик заемщиков с кредиторов, а также с особенностями самих ипотечных кредитов.

Например, экономисты Бостонского отделения Федеральной резервной системы США Christopher L. Foote, Kristopher Gerardi, Lorenz Goette and Paul S. Willen в своей статье “Subprime Facts: What (We Think) We Know about the Subprime Crisis and What We Don't” утверждают, что «заемщиком на рынке subprime мог бы быть кто-то, кто пропустил один платеж по ипотеке в течение одного-двух последних лет, кто объявлял личное банкротство в течение нескольких последних лет, либо тот, кто обладает низким кредитным рейтингом FICO* по какой-либо другой причине» [3, с. 11]. В первую очередь следует отметить расплывчатость данного определения. Кроме того, сами авторы признают, что к рынку subprime прибегали и заемщики с высокими кредитными рейтингами, которые, например, хотели поучаствовать в спекулятивных операциях на рынке жилой недвижимости. Поэтому официальные органы обычно его конкретизируют, используя определенные значения коэффициентов FICO. Чаще всего в качестве subprime заемщиков рассматриваются все получатели кредитов, рейтинг которых ниже 620. Этот критерий, в частности, используется Советом управляющих Федеральной резервной системы США и Федеральной корпорацией по страхованию депозитов.

Довольно сложным представляется разграничение prime и subprime ипотечных сделок с использованием в качестве основного критерия характеристик кредиторов. Subprime кредитование под высокие проценты и с взиманием существенных дополнительных комиссий в деятельности многих финансовых организаций сочеталось с

* Коэффициенты FICO — это один из наиболее распространенных способов статистической оценки кредитоспособности заемщиков, который был впервые предложен компанией Fair Isaac Corporation в 1958 г. Хотя факторы, принимаемые в расчет, и их весовые коэффициенты периодически менялись, коэффициенты FICO и методология их определения продолжают лежать в основе большинства используемых в настоящее время моделей.

кредитованием prime заемщиков под более умеренные процентные ставки. Примером может служить американский ипотечный брокер Countrywide. Популярность данного метода связана с тем, что существуют официальные списки кредиторов, составленные Департаментом жилищного и городского развития США (U.S. Department of Housing and Urban Development), который на основании интервью относит ту или иную финансовую структуру к категории subprime кредиторов.

Иногда предлагается использовать в качестве критерия характеристики самих займов. Например, относить к рынку subprime только те займы, которые впоследствии были секьюритизированы при помощи subprime mortgage based securities (MBS), или ценных бумаг, обеспеченных subprime ипотекой. В этом случае займы могут быть квалифицированы только после того, как они продвинулись по цепочке секьюритизации, и из поля зрения выпадают те займы, которые по каким-либо причинам первоначальным кредиторам не удалось (или не захотелось) перепродать.

Отметим, что на практике в целях проведения экономического анализа большинство исследователей чаще используют весьма прагматичный подход — границы рынка определяются на основе имеющейся первичной статистической информации, собираемой признанными базами данных. В этом случае все зависит от того, кто конкретно занимался сбором данных (кредиторы и их объединения, финансовые организации — посредники вторичного рынка, регулирующие органы и т. д.). Естественно, что при данном подходе возникает некоторая погрешность, которая влияет на конкретные количественные оценки рынка. Chris Mayer и Karen Pence подробно проанализировали основные наиболее полные статистические источники по США и пришли к выводу, что данные о рынке действительно «в некоторой степени чувствительны к тому, какие виды займов рассматриваются как subprime» [5, с. 2].

Как видим, ни один из этих вариантов не лишен недостатков. Более того, при проведении международных сравнений необходимо обращать внимание на различия в значениях используемых на национальном уровне коэффициентов обслуживания долга к доходу или соотношения размера ипотечного займа к стоимости объекта недвижимости, которые используются при оценке вероятности полного погашения долга заемщиком. Однако, на наш взгляд, погрешности в измерении рынка не меняют направление глубинных экономических процессов. Поскольку перед нами не стоит задача выявления точной количественной оценки рынка subprime ипотеки, то в данном исследовании мы будем пользоваться этим термином в достаточно широком понимании. В качестве “subprime” жилищных ипотечных кредитов мы будем рассматривать любые кредиты, которые не попадают в категорию “prime” в связи с их более низкой ожидаемой вероятностью полного погашения. Более высокое прогнозируемое значение риска может основываться как на кредитной истории (коэффициентах) заемщиков, на более высокой доле расходов на обслуживание кредитов в совокупных доходах заемщиков, так и на низкой величине собственных средств заемщиков, вложенных в сделку, и прочих факторах.

Обратимся теперь к теоретическому обоснованию рассматриваемой проблемы. В последнее время все больше сторонников приобретает «гипотеза финансовой нестабильности» (Financial Instability Hypothesis), сформулированная американским экономистом Хайманом Мински (Hyman Minsky). Некоторые аналитики даже называют текущую ситуацию «моментом Мински» [7; 11]. Данная теория базируется на двух основных теоремах. Первая утверждает, что «в экономике существуют финансовые режимы, при которых она стабильна, и финансовые режимы, при которых она [экономика] нестабильна» [6, с. 8]. Согласно второй теореме, «в течение продолжительных периодов процветания экономика переходит от финансовых отношений, содействующих стабильной системе, к финансовым отношениям, которые поддерживают нестабильную систему» [там же]. Таким образом, согласно Мински, финансовой системе присуща внутренняя нестабильность. Естественное направление ее развития характеризуется не стремлением к равновесию, как утверждает классическая экономическая наука, а переходом от здорового состояния к более уязвимому. В своих работах Мински неоднократно утверждал, что «стабильность дестабилизирует».

Этот переход связан с изменением характера финансовых сделок, преобладающих на рынке. Все операции на финансовом рынке, в которые вовлечены разнообразные экономические агенты, Мински разделил на три категории — хедж, спекуляция и операции Ponzi [там же, с. 6–7].

Мински утверждал, что финансовые позиции постепенно трансформируются от хеджа к спекуляции, а затем и к операциям Ponzi, по мере того как растет оптимизм участников рынка. Поэтому как раз видимость стабильности порождает завышенные ожидания относительно будущей прибыли и побуждает экономических агентов занимать все более рискованные позиции на рынке, которые не смогут быть закрыты без убытков, если реальная рыночная ситуация окажется хуже прогнозируемой. При этом каждый отдельный участник рынка ведет себя вполне рационально, принимая решения на основе имеющейся у него информации. Истинное положение вещей становится ясным только после того, как «финансовый пузырь» взорвется. Мински не пытается переложить ответственность за возникновение спекулятивных «финансовых пузырей» на иррациональное поведение игроков. Он подчеркивает, что, согласно «гипотезе финансовой нестабильности», финансовые кризисы — это закономерный этап развития финансовой системы, а не результат воздействия каких-либо внешних факторов.

Рассмотрим эволюцию рынка ипотечного кредитования в США в свете теории Мински. Развитие системы ипотечного финансирования в США всегда являлось одним из приоритетных направлений экономического развития страны. Владение собственным домом — это не только часть знаменитой американской мечты, но и один из реальных локомотивов экономического роста. Поэтому данному сектору финансового рынка исторически уделялось повышенное внимание регулирующих органов. В результате вложения в недвижимость рассматривались как одни из наименее рискованных, а предоставление ипотечных кредитов считалось самым простым видом деятельности финансистов. В полухулиганской форме утверждалось, что жизнь сотрудника кредитно-сберегательного учреждения, который работает в отделе жилищного ипотечного кредитования, можно описать формулой «3–6–3». Эта формула расшифровывалась следующим образом: «Принимай депозиты под 3 процента годовых, выдавай 30-летние ипотечные займы под 6 процентов и к 3 часам по полудню будь на поле для гольфа». В условиях, когда государственное регулирование гарантировало преимущества в процентных ставках и поддерживало вторичный рынок, банкиру только и оставалось, что научиться играть в гольф для того, чтобы гарантировать себе трехпроцентную маржу.

Однако государственное регулирование осуществлялось не только нормативными, но и экономическими методами. Правительство играло существенную роль в поддержании рынка за счет организации вторичного рынка через Federal National Mortgage Association (Федеральную национальную ипотечную ассоциацию), известную как «Фэнни Мэй», которая была создана во времена Администрации президента Рузвельта в 1938 г. как корпорация, которая принадлежит государству. Она скупает жилищные ипотечные кредиты у банков — первоначальных кредиторов, которые также называют организаторами кредитов. Для того чтобы кредит мог быть перепродан «Фэнни Мэй», он должен удовлетворять определенным требованиям. Подобные кредиты в связи с этим называются «соответствующими критериями» (стандартными), они и образуют рынок первоклассных, или prime, кредитов.

Впоследствии государственная поддержка жилищного рынка была дополнена за счет создания в 1968 г. Government National Mortgage Association — Государственной национальной ипотечной ассоциации. GNMA, известная как «Джинни Мэй», в качестве официального правительственного агента гарантировала своевременное погашение ипотечных кредитов, предоставленных в рамках специальных правительственных программ, таких как, например, займы ветеранам. Юридический статус «Фэнни Мэй» был изменен на частную корпорацию, созданную в соответствии с федеральным законодательством, которая занималась поддержкой заемщиков со средними и низкими доходами, за что получала налоговые привилегии и специальные правительственные кредитные линии.

В результате «Фэнни Мэй» и «Джинни Мэй» обладают сходным юридическим статусом, но у первой отсутствуют формальные гарантии государства по ее долговым обязательствам. В 1970 г. была создана Федеральная национальная ипотечная корпорация (Federal National Mortgage Corporation), или «Фредди Мак», со схожими функциями. Эти учреждения также известны как «предприятия, спонсируемые государством» (government sponsored enterprises — GSE). Для финансирования своих операций данные предприятия привлекают на рынке средства частных инвесторов под собственные долговые обязательства.

Предпосылки для возникновения ипотечного кризиса в США стали формироваться задолго до его начала. Большинство исследователей связывают это с постепенным отходом от традиционной модели банковского финансирования по правилу «3–6–3», хотя этапы на этом пути выделяются разные. Практически всегда упоминается дерегулирование финансовых рынков последней четверти XX в.

Однако, например, Рэндалл Рей (Randall Wray) [9, с. 3] полагает, что все началось еще раньше, в 1951 г., когда по соглашению между Федеральной резервной системой США и Казначейством органы денежного регулирования были избавлены от обязательства поддерживать процентные ставки на низком уровне. Поэтому Федеральный резерв получил возможность поднимать процентные ставки для управления инфляцией. На протяжении последующих двух десятилетий процентные ставки росли незначительно, но каждый такой подъем создавал новые сложности для коммерческих банков и сберегательных касс. Дело в том, что в соответствии с «Правилom Q» был ограничен максимальный размер банковских процентных ставок. Поэтому при росте рыночных процентных ставок наблюдался отток средств с банковских депозитов. Поскольку существовали многочисленные правила, регулирующие ставки и по кредитам, то Федеральный резерв, изменяя процентные ставки, мог произвольно сжимать и расширять объемы кредитного рынка в стране.

Постепенно регулирующие органы США начали проводить политику, направленную на ослабление ограничений и дерегулирование рынка. Потолки процентных ставок для банковских учреждений были устранены федеральным законодательством в 1980 г., а в 1982 г. кредиторам разрешили предлагать ипотеки с плавающей процентной ставкой. В 1986 г. были внесены изменения в налоговое законодательство, которые сделали жилищные ипотечные займы единственным видом кредитов населению, проценты по которым могли вычитаться из налогооблагаемой базы. В результате стало относительно более выгодно финансировать ремонт и улучшение жилья и другие потребительские расходы за счет привлечения кредитов под залог имеющейся недвижимости.

Переход от системы ссудо-сберегательных учреждений к доминированию частных инвестиционных банков на рынке США ознаменовал собой смену основного источника доходов — от процентной маржи между кредитными и депозитными операциями к разнице в ценах покупки и продажи обращающихся активов. В традиционной системе организации банковского дела очень важна была социальная составляющая отношений банкира и его клиента, а также постоянный и строгий контроль за рисками. Естественно, что система не была лишена недостатков. В частности, доступ к жилищным кредитам был существенно ограничен для значительных слоев населения. Женщинам, иммигрантам, представителям национальных меньшинств, людям свободных профессий очень тяжело или практически невозможно было получить ипотечный кредит, поскольку при принятии решения о выдаче кредита играло роль субъективное мнение банкира. Однако несомненно то, что банкиры были заинтересованы в постоянном контроле за кредитными рисками.

При переходе к модели секьюритизации ипотечных активов данная заинтересованность была утеряна. Брокеры, получая свой основной доход от разницы в ценах покупки и продажи бумаг, агенты, организующие первоначальный кредит, зная заранее, что перепродадут его, особенно не интересовались кредитоспособностью заемщиков. Их главной целью становилось увеличение объемов рынка. Как отмечал Льюис Раниери [8], целью секьюритизации было создание активов, которые могли бы обращаться, не требуя оценки кредитоспособности. Обратимость была важнее кредитного риска. Именно поэтому так важно было создать из набора разнообразных ипотек облигацию с фиксированным купоном и сроками, которая могла бы служить заменителем корпоративных облигаций.

Секьюритизация задумывалась как механизм распределения рисков. Будучи элементом глобализации финансов, она должна была помочь снизить риски инвестирования за счет диверсификации активов в глобальном масштабе. Действительно, европейским банкам, например, было удобно использовать обеспеченные ипотекой американские облигации для поддержания определенной доли своих активов в долларах США. Однако на практике это привело не к глобальной диверсификации, а к усилению системной зависимости международных рынков, поскольку финансовые институты инвестировали в одни и те же активы. Как коммерческие, так и государственные структуры из всех регионов мира были подвержены этому групповому поведению. Даже Центральный банк Китая не избежал этой участи, разместив 9,7 млрд долл. из своих резервов в связанные с американской ипотекой бумаги, не говоря уже о вложениях Банка России. Почему так произошло, это, скорее, вопрос к специалистам по экономической психологии. Мы же можем только еще раз подчеркнуть важность реалистичного управления рисками.

До 2003 г. большая часть ипотечных займов представляла собой первоклассные займы, соответствующие критериям, предъявляемым агентствами «Фрэddie Мак» и «Фанни Мэй». Однако к 2006 г. уже более половины кредитов не соответствовало этим критериям. К началу 2006 г. первоклассные кредиты составляли только 36 % рынка, 15 % приходилось на высококлассные «гигантские» (jumbo) кредиты, которые превышали максимально допустимую агентствами величину кредита в 417 000 долл. США, 3 % составляли кредиты, гарантированные правительством в соответствии со специальными программами, например для ветеранов, а оставшиеся 46 % приходились на кредиты для непервоклассных заемщиков [4, с. 6].

Естественно, что по прошествии некоторого времени легко говорить о том, что кризис был закономерен. Для экономистов-теоретиков, глядящих в фундаментальные тенденции рынка, этого, может быть, и достаточно. Те же, кто занимается практическими финансами, — операторы рынка, регулирующие органы, — заинтересованы в том, как предсказать точное время наступления кризиса, его возможную глубину. Поэтому интересен вопрос о том, возможно ли было предсказать приближение кризиса на ипотечном рынке США. Исследователи Юлия Демьянюк и Отто Ван Хемерт (Yuliya Demyanyuk, Otto Van Hemert) дают положительный ответ на этот вопрос. В своей работе [1] они проанализировали статистическую информацию, которая была доступна по состоянию на конец 2005 г., не учитывая никакие данные, опубликованные позднее. Они утверждают, что к концу 2005 г. близость кризиса была ясна. На тот момент качество ипотечных займов продолжало ухудшаться уже в течение 5 лет. Быстрый рост стоимости недвижимости маскировал ухудшение качества займов, а следовательно, и реальный риск непервоклассных ипотечных кредитов. Когда цены на рынке перестали расти, риск стал очевиден.

Как ни банально это звучит, но ипотечный кризис в США в очередной раз напомнил, что любое нововведение на финансовом рынке имеет не только положительные, но и отрицательные стороны. Финансовые механизмы работают не только так, как виделось при их создании. В полной мере это относится и к секьюритизации активов и глобализации рынков. Важный урок состоит в том, что система, в которой нет адекватной оценки кредитных рисков, неизбежно приведет к кризису, поскольку индивидуальные цели групп участников придут в противоречие с интересами рынка в целом. Секьюритизация привела к тому, что, отказавшись от индивидуальной оценки рисков ипотечных заемщиков, сделки стали осуществляться с инструментами, в основе которых лежали риски, которых никто никогда не оценивал. Каждый участник цепочки секьюритизации работал за комиссию и заинтересован был лишь в увеличении оборота, а инвесторы были убеждены в том, что приобретают высоконадежный инструмент. Например, глобальные инвесторы, не имея прямого доступа к ипотечному рынку

США, считали, что приобретают пакеты ценных бумаг со взвешенным риском, оцененным известными рейтинговыми агентствами.

В заключение отметим, что неадекватная оценка кредитного риска со стороны банков сегодня приводит к тому, что они продолжают увеличивать свои резервы на возможные потери по ссудам, а также списывать убытки по токсичным активам. В то же время недостаточно настойчивое продвижение финансовых реформ со стороны регулирующих органов, концентрация внимания на преодолении краткосрочных последствий кризиса, а не на устранении фундаментальных предпосылок его повторения, позволяют нам прогнозировать возможный рост потерь международной банковской системы.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Demyanyk Y., Van Hemert O.*, Understanding the Subprime Mortgage Crisis. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1020396
2. *Demyanyk Y., Van Hemert O.*, Understanding the Subprime Mortgage Crisis. 2008. August 12. URL: <http://ssrn.com/abstract=1020396>
3. *Foote C.L., Gerardi K., Goette L., Willen P.S.* Subprime Facts: What (We Think) We Know about the Subprime Crisis and What We Don't // Public Policy Discussion Papers. Federal Reserve Bank of Boston. N 08-2. P. 11. URL: <http://www.bos.frb.org/economic/ppdp/2008/ppdp0801.htm>
4. *Kiff J., Mills P.* Money for Nothing and Checks for Free: Recent Development in U.S. Subprime Mortgage Market // IMF Working Paper. 2007. N 88.
5. *Mayer C., Pence K.* Subprime Mortgages: What, Where, and to Whom? // Finance and Economics Discussion Series. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs. Federal Reserve Board. Washington, D.C. 2008. N 29.
6. *Minsky H.P.* The Financial Instability Hypothesis // The Jerome Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper. 1992. N 74. May.
7. *Magnus G.* What This Minsky Moment Means for Business // Financial Times. 2007. August 23.
8. *Ranieri L.* The Origins of Securitization, Sources of Growth, and Future Potential // A Primer on Securitization Leon T. Kendall and Michael J. Fishman (eds.). Cambridge, MA: MIT Press, 2000.
9. *Wray R.* Lessons from the Subprime Meltdown // The Levy Economics Institute Working Paper. 2007. N 522. December.
10. *Levard O.* La Société Générale encore intoxiquée. le 13 janvier 2010. URL: <http://lci.tfl.fr/economie/entreprise/2010-01/la-société-générale-encore-intoxiquée-5635421.html>

СОДЕРЖАНИЕ

ТЕОРИЯ И ФИЛОСОФИЯ ХОЗЯЙСТВА

Хайкин М.М. Сервисный капитал в контексте человеческого капитала.....	7
Мазур О.А. Развитие инструментов обновления основного капитала как условие модернизации российской экономики.....	16

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР ЭКОНОМИКИ

Киевич А.В. Влияние ипотечного кризиса в США на банковские структуры.....	22
Конягина М.Н. Корпоративное управление как фактор стратегического успеха в банковском менеджменте.....	28
Мищенко С.В. Сущность и функции современных денег.....	32

ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ЭКОНОМИКИ

Степанова С.А., Махновский Д.Е. Государственное участие в формировании и реализации кластерной политики: российский и зарубежный опыт.....	41
---	----

СОЦИОЛОГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ УПРАВЛЕНИЯ И ЭКОНОМИКИ

Багиев Г.Л., Шульга А.О., Талова К.С. К вопросу измерения удовлетворенности геронтопотребителей средствами рекламы.....	50
--	----

ПРОБЛЕМЫ ЯЗЫКОЗНАНИЯ И ТЕОРИИ КОММУНИКАЦИИ

Барташова О.А. Фоносемантический фонд индивидуальных авторских концептов.....	57
Пузанова Н.А. Когнитивное моделирование и актуализация значений глаголов синонимического ряда (с доминантой to swing).....	62
Куницына Е.Ю. Людическая модель перевода: переводчик как его играющее eo ipso его рискующее.....	67

ТВОРЧЕСТВО МОЛОДЫХ УЧЕНЫХ

Антипина Е.С. Теоретические основы формирования финансово-промышленных групп.....	73
Базилевская Е.В. Понятие специальной надбавки и проблематика ее учета в ООО «ПетербургГаз».....	76
Баканов Д.В. Проблемы обеспечения экономической безопасности и национальной конкурентоспособности России.....	79
Богинский К.А. Развитие подходов к определению спортивного туризма.....	82
Дьяков А.В. Разработка эффективной методики управления операционным риском в коммерческом банке.....	85
Евсеев С.Ю. Уточнение понятия «конкурентоспособность» по отношению к разноуровневым экономическим объектам.....	88
Залесский И.И. Анализ динамики производительности труда в региональной экономике (на примере Курской области).....	91
Иванов А.К. Занятость и перспективы подготовки кадров для малого бизнеса.....	94
Иевлев А.В. Оценка риска инвестирования в хедж-фонды.....	97
Каменев И.П. Лизинг или кредит: оценка источников финансирования лизингополучателем.....	100
Каралкин М.В. Стратегия развития системы энергосбережения в нефтегазовой отрасли.....	103
Каргашева А.Ю. Методические рекомендации по созданию и функционированию регионального туристского консалтингового центра.....	106
Кокорев П.А. Реализация концепции корпоративной социальной ответственности бизнеса в сфере туризма.....	110

Курнос В.В. Как начиналось советское планирование.....	113
Лейман В.С. Особенности современной системы вмененного налогообложения.....	118
Лейман Т.И. О некоторых методах совершенствования государственного воздействия на доходы населения.....	120
Мамчур М.С. Налоговая политика в системе обеспечения национальной экономической безопасности.....	123
Мельничук М.В. Реформа налоговой системы как фактор снижения уровня коррупции в рамках политики обеспечения экономической безопасности России.....	126
Мурзич Е.А. Социальная отчетность компании как результат реализации социальной стратегии.....	128
Никифоров А.А. Пробация как важный фактор повышения эффективности УИС и оптимизации ее расходов.....	131
Онуфриева О.А. Энергетическая стратегия России как основа развития ТЭК.....	134
Рогаль К.В., Соболев А.С. Управление стратегической конкурентоспособностью предприятия в условиях инновационной экономики.....	138
Сивцев А.П. Бюджет и бюджетный процесс в Республике Саха (Якутия).....	141
Соболева О.В. Реформа поддержки сельского хозяйства: опыт зарубежных стран и выводы для России.....	144
Стороженко Р.С. Зарубежный опыт развития гостиничных цепей.....	147
Стулов С.Б. Механизмы реализации инвестиционных проектов в области объектов морской транспортной инфраструктуры.....	150
Талашкин Г.Н. Управление рисками предприятий инвестиционно-строительного комплекса в современных экономических условиях.....	153
Четина М.М. Когнитивный анализ актов окказиональной номинации (на материале прозы Дж. Фаулза).....	155
Чумак Ю.В. Инновационные технологии на современном этапе деятельности российских коммерческих банков... ..	159
Шишкин И.А. Совершенствование системы стратегического и оперативного управления организационным развитием предприятия.....	161

УНИВЕРСИТЕТСКАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Бондарев А.К., Худякова И.В. О русском уме и «собаке Павлова» (выставка «Ум ученого» в библиотеке).....	165
--	-----

СТАТИСТИКА

Багров Н. М. Население России: вчера, сегодня, завтра.....	168
---	-----

* * *

Аннотации и сведения об авторах.....	183
Требования к рукописям, условия публикации, объявления.....	193