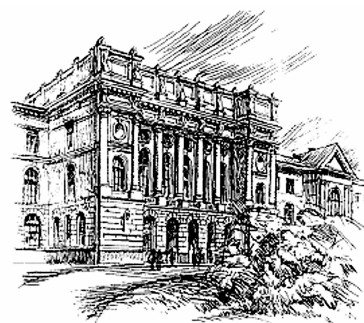


3(99)/2010



Научно-технические ведомости СПбГПУ

Экономические науки

Санкт-Петербург. Издательство Политехнического университета

Федеральное агентство по образованию
Санкт-Петербургский государственный политехнический университет

НАУЧНО-ТЕХНИЧЕСКИЕ ВЕДОМОСТИ СПбГУ

РЕДАКЦИОННЫЙ СОВЕТ ЖУРНАЛА

Алферов Ж.И., академик РАН; *Васильев Ю.С.*, академик РАН (председатель);
Костюк В.В., академик РАН; *Лопота В.А.*, чл.-кор. РАН;
Окрепилов В.В., чл.-кор. РАН; *Патон Б.Е.*, акад. РАН и НАН Украины;
Рудской А.И., чл.-кор. РАН; *Федоров М.П.*, чл.-кор. РАН;
Фортов В.Е., академик РАН.

РЕДАКЦИОННАЯ КОЛЛЕГИЯ ЖУРНАЛА

Васильев Ю.С., академик РАН (главный редактор); *Арсеньев Д.Г.*, д-р техн. наук, профессор;
Бабкин А.В., д-р экон. наук, профессор (зам. гл. редактора);
Боронин В.Н., д-р техн. наук, профессор; *Глухов В.В.*, д-р экон. наук, профессор;
Дегтярева Р.В., д-р истор. наук, профессор; *Иванов А.В.*, д-р техн. наук;
Иванов В.К., д-р физ.-мат. наук, профессор; *Козловский В.В.*, д-р физ.-мат. наук, профессор;
Рудской А.И., чл.-кор. РАН (зам. гл. редактора), *Юсупов Р.М.*, чл.-кор. РАН.

СЕРИЯ «ЭКОНОМИЧЕСКИЕ НАУКИ»

РЕДАКЦИОННЫЙ СОВЕТ СЕРИИ

Окрепилов В.В., чл.-кор. РАН — председатель;
Елисеева И.И., чл.-кор. РАН;
Клейнер Г.Б., чл.-кор. РАН;
Максимцев И.А., д-р экон. наук, профессор;
Некрасова Т.П., д-р экон. наук, профессор;
Окороков В.Р., д-р экон. наук, профессор;
Федотов А.В., д-р экон. наук, профессор.

РЕДАКЦИОННАЯ КОЛЛЕГИЯ СЕРИИ

Глухов В.В., д-р экон. наук, профессор — председатель;
Бабкин А.В., д-р экон. наук, профессор — зам. председателя;
Васильева Е.Ю., канд. экон. наук, доцент;
Кобзев В.В., д-р экон. наук, профессор;
Лопатин М.В., канд. экон. наук, профессор;
Медников М.Д., д-р экон. наук, профессор;
Силкина Г.Ю., д-р экон. наук, профессор — отв. секретарь;
Счисляева Е.Р., д-р экон. наук, профессор.

Журнал выходит под научно-методическим руководством Российской академии наук с 1995 г.

Журнал включен в Перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, в которых должны быть опубликованы основные результаты диссертаций на соискание ученой степени доктора и кандидата наук.

Журнал издается в пяти сериях:
Наука и образование;
Физико-математические науки;
Экономические науки;
Информатика, телекоммуникации, управление;
Гуманитарные и общественные науки.

Журнал зарегистрирован в Госкомпечати РФ. Свидетельство № 013165 от 23.12.94.

Подписной индекс **18390** в каталоге "Газеты. Журналы" ОАО Агентства "Роспечать".

Журнал включен в базу данных "Российский индекс научного цитирования" (РИНЦ), размещенную на платформе Национальной электронной библиотеки на сайте <http://www.elibraru.ru>.

При перепечатке материалов ссылка на журнал обязательна.

Точка зрения редакции может не совпадать с мнением авторов статей.

Адрес редакции и издательства: Россия, 195251, Санкт-Петербург, ул. Политехническая, 29.
Тел. редакции серии: (812) 297-18-21.

© Санкт-Петербургский государственный политехнический университет, 2010

МЕЖДУНАРОДНАЯ БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА: ПОСЛЕДСТВИЯ ИПОТЕЧНОГО КРИЗИСА США

Кризис ипотечного рынка США, разразившийся в 2007 г., продолжает воздействовать на состояние международной банковской системы. По мере развития кризисных явлений на ипотечном рынке США оценки аналитиков постоянно менялись. Если сначала казалось, что проблемы рынка носят сугубо локальный характер, то к лету 2008 года стало очевидно, что от кризиса пострадают не только финансовые спекулянты.

В настоящее время эмпирические данные свидетельствуют о том, что кризис еще далек от его завершения. В качестве примера можно привести ситуацию банка Société Générale. Банк объявил о необходимости дополнительного списания 1,4 млрд евро в виде резервов и убытков на так называемые токсичные активы. Сегодня все еще отмечается рост его потерь по активам, связанным с американскими ипотеч-

ными кредитами. Société Générale анонсировал свое решение централизовать в Париже токсичные активы, которые достигли в суммарном выражении по состоянию на 31 декабря 2009 г. 37 млрд евро [12].

Французский банк, к сожалению, не является единственным примером воздействия отсроченных убытков, спровоцированных ипотечным кризисом, на банковские балансы. По данным компании Standard and Poog's, у целого ряда банков и банковский систем государств уровень проблемных ссуд приблизился к историческому максимуму или уже превысил его (рис. 1).

Президент Ассоциации российских банков Г.А. Тосунян также отмечает, что рост просроченной задолженности сопровождается кредитным сжатием, что ведет к необходимости рекапитализации банков [2].

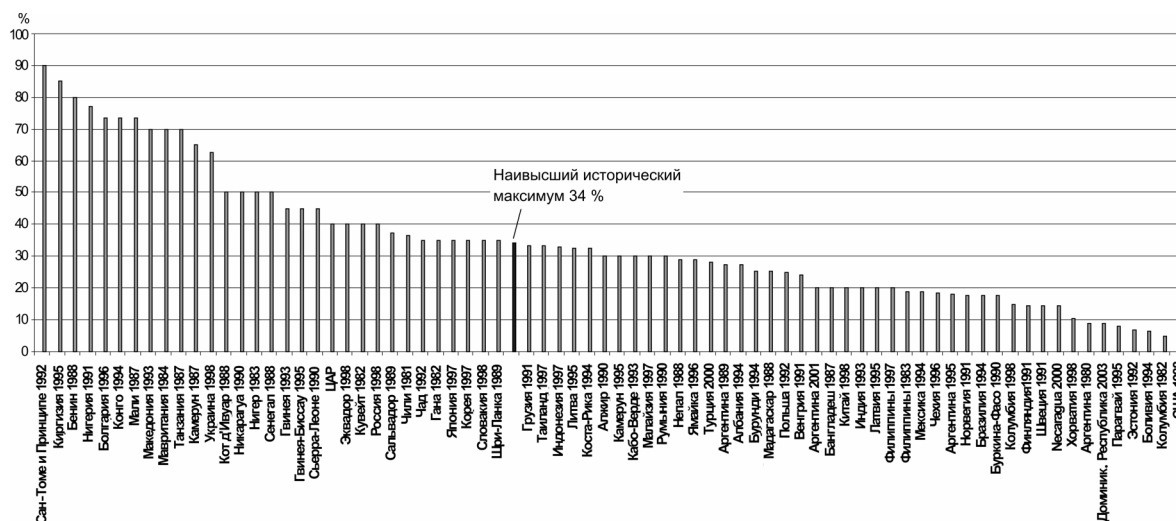


Рис. 1. Наивысший уровень проблемных ссуд после начала кризиса [1]

Повышение уровня связано с кризисом банковской системы (например, массовым оттоком депозитов), суверенным дефолтом, значительной девальвацией национальной валюты или с той или иной комбинацией этих факторов [МВФ]

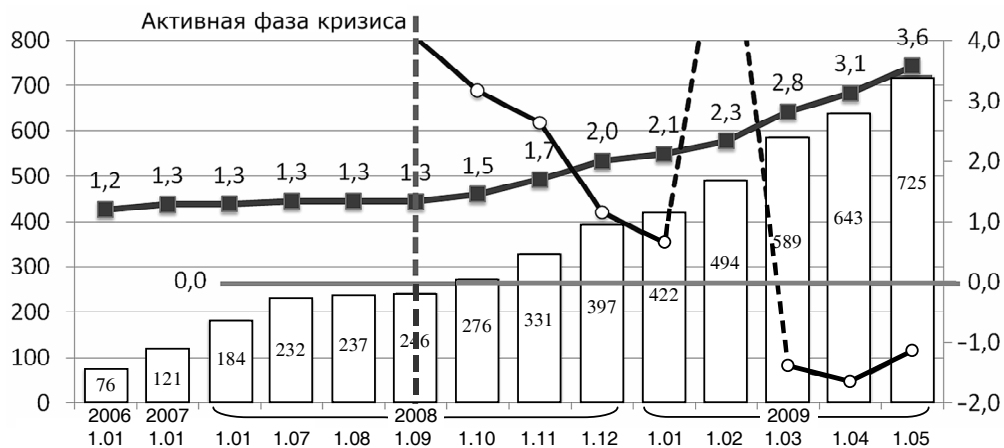


Рис. 2. Состояние кредитного портфеля [2]

Столбцы – просроченные кредиты, млрд руб.; ■ – доля просроченных кредитов в кредитном портфеле; ○ – изменение кредитного портфеля к предыдущему месяцу, %

Россия, например, по данным аналитиков Standard and Poor's, относится к довольно многочисленной группе стран, в банковских системах которых проблемными являются от 35 до 50 % всех валовых активов [1].

В связи с огромным масштабом последствий мы рассмотрим далее 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. Американские специалисты признаются, что не существует единого общепринятого определения subprime займов [4, с. 6]. При этом возможно использование нескольких подходов, в частности определение рынка может быть связано с опеределением характеристик заемщиков, 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 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» [5, с. 11]. Прежде всего, хочется отметить существенную 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 конкретизируют это определение, 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 также представляется разграничение prime и subprime ипотечных сделок с использованием в качестве основного критерия характеристик кредиторов. Subprime кредитование под высокие проценты и с взиманием

* Коэффициенты FICO – это один из наиболее распространенных способов статистической оценки кредитоспособности заемщиков, который 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 сегодня моделей.

существенных дополнительных комиссий в деятельности многих финансовых организаций сочеталось с 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, при этом 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 определяют 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» [7, с. 2].

Как видим, ни один из этих вариантов не лишен недостатков. Более того, при проведении сравнений на международном уровне необходимо обращать внимание на различия в значениях используемых на национальном уровне коэффициентов (от соотношений обслуживания долга

и дохода или размера ипотечного займа и стоимости объекта недвижимости), которые используются при оценке вероятности полного погашения долга заемщиком. Однако, на наш взгляд, погрешности в измерении рынка не меняют направления глубинных экономических процессов. Поскольку мы не ставим перед собой задачу выявления точной количественной оценки рынка subprime ипотеки, то в данном исследовании будем пользоваться этим термином в достаточно широком понимании. В качестве «subprime» жилищных ипотечных кредитов 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 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» [9, 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» [8, 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» [8, с. 8]. Таким образом, согласно Мински, финансовой системе присуща внутренняя нестабильность. Естественное направление ее развития – не стремление к равновесию, как утверждает классическая экономическая наука, а переход 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 [8, 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 могут 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 было 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 исторически сложилось, что данному сектору финансового рынка уделялось повышенное внимание регулирующих органов. В результате вложения в недвижимость рассматривались в числе наименее рискованных, а предоставление ипотечных кредитов считалось самым простым видом деятельности финансистов.

Однако государственное регулирование здесь 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, которых также называют организаторами кредитов. Для того чтобы кредит мог быть перепродан «Фэнни Мэй», он должен удовлетворять определенным требованиям. Подобные кредиты в связи с этим называют «соответствующими критериям», 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 (GNMA) – 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 статус частной корпорации, созданной в соответствии с федеральным законодательством в целях поддержки заемщиков со средними и низкими доходами (за что получила налоговые привилегии и специальные правительственные кредитные линии).

Таким образом, 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 начали формироваться задолго до его начала. Большинство исследователей связывает 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 Gray) [9, с. 3] полагает, что все началось еще раньше, в 1951 г., когда по соглашению между Федеральной резервной системой США и назначением органы денежного регулирования были избавлены от обязательства поддерживать процентные ставки на низком уровне. Поэтому Федеральный резерв получил возможность поднимать процентные ставки для управления инфляцией. В течение 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 для населения, проценты по которым могли вычитаться из налогооблагаемой базы. В результате стало более выгодно финансировать ремонт и улучшение жилья и другие потребительские расходы за счет привлечения кредитов под залог имеющейся недвижимости.

В процессе либерализации рынка не обошлось без потерь. Устранение ограничений на проценты, выплачиваемые по депозитам, конкуренция между коммерческими банками, ссудо-сберегательными учреждениями и прочими инвестиционными структурами за привлеченные ресурсы населения привели к тому, что традиционным ипотечным кредиторам приходилось финансировать имеющиеся у них на балансе 30-летние ипотеки

при помощи все более дорогих краткосрочных депозитов. Кризис ликвидности фактически привел к коллапсу системы ссудо-сберегательных касс в США.

Переход от системы ссудо-сберегательных учреждений к доминированию частных инвестиционных банков на рынке США ознаменовал собой смену основного источника доходов – процентной маржи между кредитными и депозитными операциями на разницу в ценах покупки и продажи обращающихся активов. В традиционной системе организации банковского дела очень важны были социальная составляющая отношений банкира и его клиента, а также постоянный и строгий контроль за рисками. Естественно, 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 превалировало субъективное мнение банкира. Однако несомненно то, что банкиры были кровно 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 становится увеличение объемов рынка. Как отмечал Льюис Раниери [10], 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 корпоративным облигациям.

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, например европейским банкам 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.

Постепенно потребность профессиональных участников рынка ипотечного кредитования в США в повышении комиссионных доходов и рост спроса на высокодоходные вторичные бумаги со стороны внутренних и иностранных инвесторов привели к тому, что рынок мог развиваться только за счет вовлечения все новых и новых заемщиков. Когда резерв первоклассных заемщиков был исчерпан, начали постепенно снижаться стандарты андеррайтинга – для привлечения все более и более рискованных заемщиков.

До 2003 г. большая часть ипотечных займов представляла собой первоклассные займы, соответствующие критериям, предъявляемым агентствами Фрэдди 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 тыс. долл. США, 3 % составляли кредиты, гарантированные правительством в соответствии со специальными программами, например для ветеранов, а оставшиеся 46 % приходились на кредиты для непервоклассных заемщиков [6, с. 6].

По прошествии времени легко говорить о том, что кризис был закономерен. Для экономистов-теоретиков, вглядывающихся в основополагающие тенденции рынка, этого утверждения может

быть и достаточно. Для тех же, кто занимается практическими финансами – операторов рынка, регулирующих органов – существует заинтересованность в том, как предсказать точное время наступления кризиса, его возможную глубину. Поэтому возникает 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 [3] они проанализировали статистическую информацию, доступную по состоянию на конец 2005 г. и без учета данных, опубликованных позднее. Они утверждают, что к концу 2005 г. близость кризиса была ясна: качество ипотечных займов продолжало ухудшаться уже в течение пяти 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.

Ипотечный кризис в США в очередной раз напомнил, что любое нововведение на финансовом рынке имеет не только положительные, но и отрицательные стороны. Финансовые механизмы в реальности работают не только так, как виделось при их создании. В полной мере это относится и к секьюритизации активов и глобализации рынков.

Важным уроком является то, что система, в которой нет адекватной оценки кредитных рисков, неизбежно придет к кризису, поскольку индивидуальные цели групп участников вступят в противоречие с интересами рынка в целом. Секьюритизация приводит к тому, что при отказе от индивидуальной оценки рисков ипотечных заемщиков сделки осуществляются инструментами при рисках, которые никто никогда не оценивал. Каждый участник цепочки секьюритизации работает за комиссию и заинтересован лишь в увеличении оборота, а инвестор убежден в том, что приобретает высоконадежный инструмент. Например, глобальные инвесторы, не имея прямого доступа к ипотечному рынку США, считали, что приобретают пакеты ценных бумаг с взвешенным риском, поскольку он оценен известными рейтинговыми агентствами.

В заключение следует отметить, что неадекватная оценка кредитного риска со стороны

банков приводит к необходимости существенного увеличения ими своих резервов из-за возможных потерь по ссудам, а также списания убытков по токсичным активам. А недостаточно настойчивое продвижение финансовых реформ со стороны регулирующих органов, кон-

центрация внимания на преодолении краткосрочных последствий кризиса, а не на устранении фундаментальных предпосылок его повторения позволяет нам прогнозировать возможный рост потерь международной банковской системы.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Влияние мирового финансового кризиса на сферы банковской деятельности [Электронный ресурс]: матер. конф. – Режим доступа: http://www.nva.ru/nva/pressroom/news/show/?id=nva_news_20091124_1
2. **Тосунян, Г.А.** Основные риски для экономики и банковской системы России. Необходимость изменения подходов [Electronic resource] / Г.А. Тосунян // Матер. 14-й Сев.-Зап. банк. конф. – URL: <http://www.nwbc.ru/?pid=58>
3. **Demyanyk, Y.** Understanding the Subprime Mortgage Crisis [Electronic resource] / Y. Demyanyk, O. van Hemert. – URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1020396
4. **Demyanyk, Y.** Understanding the Subprime Mortgage Crisis – August 12, 2008 [Electronic resource] / Y. Demyanyk, O. van Hemert. – URL: <http://ssrn.com/abstract=1020396>
5. **Foote, C.L.** Subprime Facts: What (We Think) We Know about the Subprime Crisis and What We Don't [Electronic resource] / C.L. Foote, K. Gerardi, L. Goette, P.S. Willen // Public Policy Discussion Papers. – Federal Reserve Bank of Boston. – № 08-2. – P. 11. – URL: <http://www.bos.frb.org/economic/ppdp/2008/ppdp0801.htm>
6. **Kiff, J.** Money for Nothing and Checks for Free: Recent Development in U.S. Subprime Mortgage Market [Text]: J. Kiff, P. Mills // IMF Working Paper. – 2007. – N 88.
7. **Mayer, C.** Subprime Mortgages: What, Where, and to Whom? [Text] / C. Mayer, K. Pence // Finance and Economics Discussion Series. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs. Federal Reserve Board. – Washington, D.C. – № 2008-29.
8. **Minsky, H.P.** The Financial Instability Hypothesis [Text] / H.P. Minsky // The Jerome Levy Economics Institute of Bard College. – Working Paper. – N74. – May 1992.
9. **Magnus, G.** What This Minsky Moment Means for Business [Text] / G. Magnus // Financial Times. – 2007. – August 23.
10. **Ranieri, L.** The Origins of Securitization, Sources of Growth, and Future Potential [Text] / L. Ranieri // A Primer on Securitization / Leon T. Kendall and Michael J. Fishman (eds.). – Cambridge, MA: MIT Press, 2000.
11. **Wray, R.** Lessons from the Subprime Meltdown [Text] / R. Wray // The Levy Economics Institute Working Paper. – 2007. – December. – N 522.
12. **Levard, O.** La Société Générale encore intoxiquée. le 13 janvier 2010 [Electronic resource] / O. Levard. – URL: <http://lci.tf1.fr/economie/entreprise/2010-01/la-société-générale-encore-intoxiquée-5635421.html>

Содержание

Теоретические основы экономики и управления

Курочкина А.А., Хныкина Т.С. Подходы к формированию стратегии государственного регулирования малого предпринимательства	7
Мингалева Ж.А. Формирование комплексной системы государственных мер стимулирования инновационной деятельности в России	12

Мировая экономика

Киевич А.В. Международная банковская система: последствия ипотечного кризиса США	20
---	----

Региональная и отраслевая экономика

Гордополов Ю.В., Лукашевич Н.С. Кластеризация регионов по уровню социально-экономического развития на основе самоорганизующихся карт Кохонена	27
Гульпенко К.В. Теоретические аспекты формирования транспортных издержек в национальной экономике	34
Калинина О.В. Стратегические аспекты антикризисной политики государства, обеспечивающие его экономическую безопасность	40
Федоров Е.А. Экономические принципы развития промышленности	44
Белоусова Л.С. Территориальная локализация и структура воспроизводства жилищного фонда как факторы развития строительного комплекса региона	47
Соколова В.К. Особенности функционирования и развития санаторно-курортной системы	55
Лылова Т.Ю. Механизмы формирования экономической политики муниципального образования	60

Экономика и менеджмент предприятия

Чеснокова М.С. Организационная культура как элемент управления корпоративной стоимостью	65
Сальман А.А., Гладышев И.Ю. Структуризация целей деятельности Объединенной судостроительной корпорации	68
Лопатин М.В. Оценка управленческого труда по результатам деятельности предприятия	71
Бояркин Д.Н., Новиков Н.И. Некоторые аспекты количественной оценки эффективности ремонтов на металлургическом предприятии	78
Кондратьева О.Г., Кобзев В.В. Управление добавленной стоимостью в цепи поставок машиностроительного предприятия	82
Караваев Е.П., Бодяева Е.Ю. Методика оценки эффективности производственной диверсификации в металлургическом производстве	86
Диких Ю.В. Влияние мотивации персонала на эффективность труда в системе аутсорсинга ...	90
Мелехин В.Б., Исмаилова И.Т. Ассоциативное объединение предприятий бытовых услуг муниципального образования и оценка эффективности их совместной работы	94
Смирнов С.С., Тихомиров А.Ф. Управление ликвидностью компании с точки зрения ценностно-ориентированного менеджмента	100
Басюк Д.П., Глухов В.В. Классификация способов защиты от недружественного поглощения ...	105

Инновации и инвестиции

Киселева О.В. <i>К вопросу об участии государства в инвестиционном процессе</i>	110
Котов В.И. <i>Оценка рисков составляющей ставки дисконта при оценке эффективности инвестиционных проектов</i>	114
Межов С.И., Дмитриев Д.А. <i>Инновационный процесс на промышленных предприятиях: развитие и устойчивость</i>	119
Котов В.И. <i>Особенности анализа чувствительности инвестиционного проекта к рискам</i>	124
Егоров Н.Е., Ковров Г.С., Павлова С.Н., Бабкин А.В. <i>Комплексный подход к управлению инновационной деятельностью предприятия</i>	126

Финансы, налоги и бухгалтерский учет

Ульянов В.С. <i>Особенности бухгалтерского учета операций с фьючерсными контрактами</i>	133
Бахмутская А.В., Кудрявцева Т.Ю. <i>Формирование системы сбалансированных показателей эффективности бюджетных расходов</i>	137
Гузикова Л.А. <i>Направления и задачи исследования системы ипотечного жилищного кредитования</i>	147
Шинкаренко Н.К. <i>Экономико-организационные проблемы использования проектного финансирования предпринимательской деятельности</i>	150
Бакуев М.О. <i>Стратегическое управление стоимостью и распределение финансовых ресурсов компании</i>	156

Предпринимательство и маркетинг

Коль О.Д. <i>Формирование интегрального потенциала туристских предпринимательских структур мегаполиса</i>	160
Климин А.И. <i>Оценка эффективности маркетинговых коммуникаций на основе известности бренда</i>	166
Ефимов А.М. <i>Выбор участника канала распределения методом парных сравнений</i>	173
Коноваленко–Артюх К.А. <i>Вклад малого предпринимательства в структурную модернизацию и инновационное развитие экономики</i>	178
Руденко М.Н. <i>К вопросу об организации консалтинговой деятельности в деловой инфраструктуре предпринимательства</i>	182
Фоминых В.В. <i>Анализ подходов к оценке капитализации бренда</i>	189
Соколова Г.Н. <i>Основные организационно-экономические модели электронного предпринимательства</i>	193

Экономико-математические методы и модели

Щеголев В.В. <i>Методы оценки потребительской ценности промышленной продукции</i>	197
Алиев Х.Р. <i>Комбинированная модель оценки трудоемкости разработки программного обеспечения</i>	201
Коваленко А.В., Уртенев М.Х., Узденов У.А. <i>Многомерный статистический анализ финансово-экономического состояния предприятия</i>	209
Кирюшкин А.А., Павлов Н.В. <i>Когнитивная модель маркетинговой деятельности организации на консалтинговом рынке</i>	217
Антипина Е.И. <i>Система экономико-математических моделей зависимости ВВП страны от динамики цен на нефть и нефтепродукты</i>	222