

© Козенкова Т.А.,

Генеральный директор Издательского дома «Экономическая газета»,
профессор
office@itkor.ru

© Тетерятников К.С.

главный научный сотрудник
Институт исследования товародвижения и конъюнктуры оптового рынка,
office@itkor.ru

Состояние банковской системы России в предкризисный период и причины первой волны финансового кризиса в 2008-2009 годах

Статья получена 14 июля 2012 г.

Статья посвящена анализу банковской системы России в предкризисный период. Авторами проведен тщательный анализ причин первой волны финансового кризиса в 2008-2009 годах.

Ключевые слова: финансовый кризис; российская банковская система; банковская деятельность; кредитные учреждения; причины финансового кризиса

В силу процессов глобализации Россия в 2008 – 2009 годах столкнулась с масштабным экономическим кризисом и кризисом банковской системы в частности. Правда, следует отметить, что в кризис в России был вызван как внешними причинами, связанными с мировым финансовым кризисом, так и сугубо внутренними.

Как полагает С.А. Андрюшин, «...В России неизбежность развития системного кризиса была предопределена сложившимися в 2000-х гг. механизмами финансирования банков и предприятий, предложения денег, ценообразования на финансовом рынке. Банк России эмитировал рублёвые средства под аккумуляцию иностранной валюты в официальных резервах. Сокращение экспортной выручки российских экспортёров в результате падения мировых цен на нефть привело к относительному сжатию денежной массы. Повышение процентных ставок на мировом финансовом рынке и ограничение кредитования заёмщиков из развивающихся стран привело к удорожанию заимствований для крупнейших российских банков. Это вызвало крах российского межбанковского кредитного рынка»¹.

¹ Андрюшин С.А. Банковские системы: учебное пособие. – М.: Альфа-М: ИНФРА-М, 2011, с. 341-342

Первые признаки ухудшения ситуации на мировых финансовых рынках, повлиявшие на российский финансовый рынок, проявились ещё в августе 2007 г., когда 9 и 10 августа кризис ликвидности на мировых финансовых рынках и связанное с ним резкое падение котировок акций на мировых фондовых площадках нанесли серьезный удар и по России. Тогда всего за два дня индекс РТС упал на 4,6%, опустившись ниже 1900 пунктов. А за предшествующие месяцы, с января 2007 года объём рефинансирования коммерческих российских банков, в том числе и интегрированных банковских структур (далее – ИБС), возрос в 350 раз! И вообще, начиная с 2000 года вплоть до самого финансового кризиса ликвидность банковской системы России только укреплялась. Рублёвая масса росла на 35-60%% в год.

Один из лидеров российского банковского рынка – ОАО Банк ВТБ провёл в мае 2007 года успешное IPO, в котором приняли участие около 120 тысяч инвесторов. В ходе IPO банку удалось привлечь восемь миллиардов долларов (около 280 миллиардов рублей по курсу 2007 года). В ходе IPO российским и международным инвесторам было продано 22,5% акций Банка. В результате размещения ценных бумаг капитал Банка увеличился более чем в два раза — до 375 млрд рублей. Это позволило ВТБ войти в ТОП-100 крупнейших банков мира по размеру собственного капитала. IPO банка ВТБ стало самым масштабным публичным размещением акций в мире в 2007 году².

Безусловно, акционеров, в том числе и из числа институциональных инвесторов, прежде всего интересовала прибыль, которую они собирались получить за счет дальнейшего роста стоимости ценных бумаг госбанка и дивидендов. Доверие покупателей укрепляли статус и результаты деятельности ВТБ, а также радужные перспективы развития российского финансового рынка. В мае 2007 года будущий мировой финансовый кризис, который в последующем так негативно повлияет на российские ИБС, включая ВТБ, мало кто мог предсказать.

В ходе IPO ценные бумаги были проданы по 13,6 копейки за штуку. Уже 30 июля 2007 года акции подешевели до 13,52 копейки, и с тех пор они уже не поднимались выше цены размещения. Т.е. цены акций ВТБ держались на уровне размещения около двух месяцев после проведения IPO. Своего минимума акции госбанка достигли в начале 2009 года - тогда они торговались по цене в две-три копейки за штуку.

И всё же в преддверии глобального финансового кризиса отечественная банковская система ещё не достигла того уровня ликвидности, который бы позволил ей спокойно реагировать на любые негативные изменения во внешней бизнес-среде. Так, например, в 2008 году в ведущих индустриально развитых странах Запада на каждые 100 условных единиц ВВП страны приходилось 250-300 условных единиц банковских активов, т.е.

² См.: Социальный отчёт ОАО Банк ВТБ за 2008 год, С. 5

общие банковские активы превышали в 2,5–3 раза объём ВВП страны. Соотношение 3 к 1 делает финансовую систему любой страны весьма устойчивой от внешних и внутренних воздействий, хотя даже и куда более развитые, чем в России банковские секторы США и Евросоюза не смогли устоять под ударами мирового финансового кризиса.

В России же на каждые 100 рублей ВВП приходилось 70-80 рублей банковских активов. Это на 20-30% ниже денежной массы ВВП. В 2008 году недостаток денежных ресурсов в банковской сфере сделал неликвидоспособной всю финансовую систему России.

В те же августовские дни 2007 года центробанки ведущих стран Запада провели масштабные финансовые интервенции для поддержания ликвидности на финансовом рынке, так как резко возросший спрос на кредиты привел к их удорожанию, что опять бы ударило по рынку ипотеки, ориентирующемуся на плавающую процентную ставку, и вызвало бы новый виток кризиса неплатежей. За два дня Европейский центробанк (ЕЦБ) и Федеральная резервная система (ФРС) США выбросили на мировой финансовый рынок в общей сложности около 326,3 млрд. долл., только после этого удалось несколько стабилизировать падающие на 3-4% ежедневно фондовые индексы.

Кризис мировых фондовых рынков в августе 2007 года, негативно сказавшийся и на России, был спровоцирован проблемами рынка ипотечных кредитов США, связанными с возросшим числом неплатежеспособных заемщиков. Первые проблемы с платежами по субстандартным ипотечным кредитам (subprime mortgage), т.е. кредитам с минимальным или вообще без первоначального взноса проявились в США еще осенью 2006 года. Американский ипотечный кризис постепенно нарастал, пока в сентябре 2008 года не привёл к полномасштабному мировому финансовому кризису.

Однако тогда, в августе 2007 года последствия сокращения банковской ликвидности для мирового финансового рынка и России были кратковременными, и после небольшого перерыва российский фондовый рынок продолжил рост. Первый удар колокола, предупреждающий о наступлении глобального кризиса, не был услышан.

Несмотря на то, что Россия была третьей крупнейшей страной-держателем ценных бумаг с фиксированным доходом, выпущенных американскими ипотечными агентствами Freddie Mac и Fannie Mae, поддерживаемыми государством, у российской банковской системы не было значительных прямых вложений в ценные бумаги, обеспеченные высокорисковой ипотекой subprime.

На начало 2008 года в некоторые виды низкорисковых облигаций трёх американских ипотечных агентств — Fannie Mae, Freddie Mac и Federal Home Loan Banks (FHLB) — была вложена почти четверть золотовалютных резервов Банка России или 2,48 трлн руб. (\$100,8 млрд). К середине 2008 года объём этих вложений был сокращён вдвое, причём в портфеле остались бумаги только Fannie Mae и Freddie Mac. Однако к середине сентября 2008

года объем вложений России в американскую ипотеку сократился почти до 30 млрд долл. США, а к началу 2009 года Россия свела вложения в ипотечные бумаги США к нулю, получив в период с 30 января 2008 по 15 августа 2008 года доход в размере около 72 млн долларов. Общая прибыль российской стороны от размещения средств на американском рынке ипотечных облигаций за всё время инвестирования, по данным Минфина РФ, составила более 1 млрд долл. США при среднегодовой доходности в 3-4%.

Принимая во внимание высокие цены на нефть и золото, на фоне нестабильной глобальной финансовой ситуации международные инвесторы рассматривали Россию как "тихую гавань". Поэтому, несмотря на сокращение ресурсов на глобальных кредитных рынках, в предкризисный период Россия оставалась привлекательной для иностранного капитала, получив рекордный приток прямых иностранных инвестиций в 2007 году.

До первой волны кризиса 2008-2010 годов российский рынок ценных бумаг рос очень быстро, выйдя в 2007 году на 12 место в мире. Удельный вес России в совокупной капитализации 48 крупнейших финансовых рынков мира вырос с 2004 по 2007 годы с менее чем 1% до 2,4%. На конец 2007 года, по данным ФСФР РФ, капитализация рынка акций составила 32,3 трлн руб. или 98% ВВП (целевой индикатор на 2008 г. в рамках Стратегии развития рынка ценных бумаг составлял 70%). Объем биржевой торговли акциями в 2007 году составил 31,4 трлн. руб. Причем в 2007 г. 50% прироста капитализации было обеспечено новыми эмиссиями, а не ростом котировок, как в прошлые годы.

Однако уже в октябре 2007 г. под воздействием ипотечного кризиса в США показатели североамериканского и мирового фондовых рынков стали снижаться. В результате для компенсации понесенных потерь и высвобождения средств, которые можно было бы вложить в растущие товарные активы (нефть и золото) международные инвесторы начали уходить как с фондового рынка США, так и с рынков других стран, в том числе стран БРИКС, включая Россию.

Если в период разгара американского ипотечного кризиса (август-сентябрь 2007 г.) чистый отток капитала из РФ составил 8,6 млрд долл. США, то в первом квартале 2008 г. он достиг 23,5 млрд долл. США. А в августе-сентябре 2008 года, по некоторым оценкам, отток капитала из страны превысил 27 млрд долл. США, а только лишь за четвертый квартал 2008 года – 130,5 млрд долл. США³, что в значительной степени обусловило снижение ликвидности в российском банковском секторе.

Собственно говоря, ситуация с ликвидностью российских ИБС стала ухудшаться ещё осенью 2007 года, начиная с которой процентные ставки

³ Из этой суммы отток капитала из банковского сектора РФ составил 56,2 млрд долл. США, а из небанковского сектора – 74,3 млрд долл. США, что отчасти объясняется обязательствами российских банков и корпораций по выплате краткосрочных долгов. См.: «Доклад об экономике России» № 18 (март 2009 года), С. 8 // Всемирный банк

внутри отечественного банковского сектора стали расти, чтобы уровнять спрос и предложение. ИБС использовали самые различные предлоги, чтобы отказывать клиентам в выдаче долгосрочных кредитов. В результате крупные российские компании и банки были вынуждены обращаться за кредитами в финансовые структуры Запада. Стоимость кредитов там составляла 0,5-4% годовых против 10% (ставка рефинансирования) в России. К моменту начала мирового финансового кризиса в сентябре 2008 года общий корпоративный долг российских заёмщиков составлял уже 527 млрд долл. США.

В конце 2007-начале 2008 годов высокий уровень цен на нефть (до 156 долл. США за баррель сырой нефти сорта Brent) вывел российский фондовый рынок на новые высоты, однако противостоять общей негативной тенденции на мировых финансовых рынках акции отечественных «голубых фишек» оказались не в состоянии.

Для российской финансовой системы столь значительное сжатие ресурсной базы имело весьма драматические последствия. Прежде всего оно спровоцировало масштабный кризис ликвидности в национальном банковском секторе в марте-апреле 2008 г., когда банки должны были произвести крупные выплаты по внешним долгам и осуществить квартальные налоговые перечисления. Лишь благодаря накопленному кредитными организациями в предшествовавшие благополучные годы запасу финансовой прочности, а также своевременным мерам Банка России, существенно увеличившему объемы рефинансирования банков, весенний пик кризиса ликвидности удалось пройти относительно безболезненно.

В мае 2008 г. очередная волна ухудшения конъюнктуры на мировых фондовых рынках увлекла за собой и российский рынок. По сути, первая волна мирового финансового кризиса захлестнула Россию в период с 19 мая 2008 г., когда российский фондовый рынок достиг своих пиковых значений, по 12 сентября 2008 года, когда было заявлено о банкротстве одной из крупнейшей в мире инвестиционной компании Lehman Brothers, ознаменовавшего собой пик мирового финансового кризиса.

В этот период индекс РТС постепенно и неуклонно снижался в результате ухудшения внешнеэкономических условий и снижения доверия на мировых рынках капитала. Так, например, с 19 мая 2012 по 3 июля 2012 года индексы S&P и РТС потеряли примерно 11%. Из-за ухудшения глобальной конъюнктуры с конца мая 2008 года привлекательность российского рынка как «безопасной гавани» для иностранных инвесторов стала падать.

Вслед за крупными международными хедж-фондами многие портфельные инвесторы также закрыли свои позиции на российском рынке. Только в течение одной недели - с 23 по 27 июня 2008 года - спреды долговых дефолтных свопов (credit default swaps, CDS) по российским суверенным долговым обязательствам выросли на 30 базисных пунктов, что стало явным признаком значительного снижения доверия иностранных

инвесторов к российскому фондовому рынку.

В свою очередь заявления Правительства РФ в отношении компаний "Мечел"⁴ и ТНК—BP⁵, сделанные на неделе с 23 июля 2008 года, также поколебали доверие иностранных инвесторов к внутренней экономической политике Российской Федерации и внесли свой вклад в падение индекса РТС (на 8,6%) и дальнейшее увеличение спредов CDS в течение последующих 2-х недель.

Кроме того, глобальный дефицит ликвидности негативно повлиял на ставки кредитования на российском межбанковском рынке: в течение недели с 20 июня они увеличились примерно до 18%. Дефицит кредитных средств в начале июля 2008 года привел к быстрому росту требований о внесении дополнительного обеспечения по кредитам (margin calls), что способствовало дальнейшему снижению фондового рынка. В довершение к этому геополитическая напряженность, возникшая в результате российско-грузинского конфликта 8 августа 2008 года, стала еще одним фактором, внесшим свой вклад в резкий скачок спредов CDS (на 20 базисных пунктов) и падение индекса РТС (на 6,5%).

После 3 июля 2008 года, когда был зафиксирован максимальной исторический уровень цен в 144,07 долл. США за баррель нефти марки Brent и 139,52 долл. США за баррель нефти марки Urals, перспективы затяжной рецессии глобальной экономики спровоцировали быстрое падение цен на нефть. В результате с 3 июля 2008 года по 12 сентября 2008 года индекс РТС потерял в цене примерно 38%, т. е. несколько больше, чем цены на нефть. На первом этапе кризиса коэффициент корреляции между индексом российского

⁴ 24 июля 2008 года на совещании Правительства РФ в Нижнем Новгороде, посвященном проблемам в металлургической отрасли, руководство ОАО «Мечел» подверглось резкой критике со стороны тогдашнего главы Правительства России В. В. Путина, который обвинил компанию в продаже сырья за рубеж по ценам в два раза ниже внутренних якобы с целью ухода от налогообложения. После этого заявления капитализация «Мечела» на Нью-Йоркской фондовой бирже рухнула на 37,6 %. Федеральная антимонопольная служба (ФАС) возбудила дело по факту завышения «Мечелом» внутренних цен на коксующийся уголь по сравнению с экспортными. 28 июля 2008 года В. В. Путин на заседании президиума Правительства РФ по вопросам трансфертного ценообразования вновь подверг критике руководство «Мечела», уточнив, что «При внутренней цене 4100 руб. продают за границу себе же самим, своим собственным оффшорным компаниям, в данном случае — в Швейцарию, по цене 1100 руб., то есть в 4 раза дешевле». После этого курс акций компании (в предыдущие дни несколько выросший) вновь обрушился, уже на 33,85 % (итоговое падение составило 60 %). В середине августа 2008 года ФАС признала «Мечел» виновным в нарушении статьи 10 закона «о конкуренции» в связи с завышением цен на коксующийся уголь и, учитывая активное сотрудничество компании с ФАС, назначила относительно невысокий штраф за это нарушение — 5 % от годового оборота холдинга или 790 млн рублей. Помимо этого, холдингу рекомендовано снизить цены на уголь на 15 %. По данным на июль 2012 года, капитализация «Мечела» всё ещё была в два раза ниже, чем в июле 2008 года.

⁵ 23 июля 2008 г. стало известно, что глава ТНК-ВР Роберт Дадли покинул Россию из-за не прекращающегося давления со стороны российских акционеров и государственных органов. Одной из причин отъезда Р. Дадли стала и проблема с визой, которую он не смог продлить из-за разногласий с российскими акционерами по поводу срока действия его трудового договора.

фондового рынка и его фундаментальной переменной, т.е. ценой на нефть достиг почти идеального значения — 0,973.

А в целом за период с 19 мая 2008 года по 7 ноября 2008 г. российский финансовый рынок потерял приблизительно 2/3 своей стоимости, что эквивалентно примерно 1 трлн долл. США (примерно 84% российского ВВП в 2007 г.). По имеющимся данным, из этой суммы около 300 млрд долл. США пришлось на потери состоятельных российских граждан в связи со снижением стоимости принадлежащих им ценных бумаг. Остальную часть составили потери крупных государственных нефтегазовых компаний и их дочерних обществ, а также потери граждан со средним уровнем доходов по принадлежащим им акциям российских компаний.

Справедливости ради стоит, правда, отметить, что и другие развивающиеся рынки стран группы БРИКС в этот период понесли аналогичные убытки: китайский фондовый индекс CSI 300 снизился на 57%, бразильский индекс Bovespa — на 50%. И даже индекс S&P в США, имеющий более широкий охват, потерял за этот период 35%, продемонстрировав один из худших показателей в истории рынков "медведей".

Золотовалютные резервы страны на 1 января 2008 года составляли 488,386 млрд долл. США, наибольшего размера они достигли 8 августа - 598,1 млрд долл. США, а на 1 января 2009 года уже составляли 427,08 млрд долл. На поддержание курса рубля и помощь ИБС и компаниям в рефинансировании внешних займов с августа по декабрь 2008 года включительно было потрачено 143,3 млрд долл. США. За 2008 год в целом денежная масса (агрегат М-2) сократилась на 0,3%, хотя за 2007 год выросла на 47,5%.

Таким образом, летом 2008 года на фоне ослабления мировой экономики, значительно зависящей от цен на нефть, глобальный финансовый кризис пришёл и в Россию. Всемирно известные экономисты Н. Рубини и А. Саид выделили три канала распространения кризиса на развивающиеся рынки (emerging markets): 1) паралич мировой торговли из-за остановки торгового финансирования и резкого падения спроса в развитых странах (trade channel), 2) отток капиталов с развивающихся рынков из-за массового бегства от рисков (financial channel), 3) падение цен на сырьевые товары (commodity channel)⁶. В Россию кризис проник по всем этим трём каналам.

Сокращение ликвидности на глобальных кредитных рынках привело к нехватке финансовых средств, необходимых для кредитования реального сектора экономики страны. А мировая рецессия привела к резкому снижению мировых цен на нефть — основной статьи российского экспорта.

Эти два внешних негативных фактора на тот период времени были

⁶ N.Roubini, A.Said "This time it's different: transmission of the global financial crisis to emerging market economies and the domestic and international policy response", The Financial Development Report 2009, p. 30

доминирующими, однако наряду с ними дальнейшему ослаблению доверия международных инвесторов к российскому финансовому рынку способствовали также и внутрисполитические события, прежде всего связанные с компанией "Мечел" (24 июля 2008 года), корпоративным конфликтом в компании ТНК-ВР и войной с Грузией в Южной Осетии (8-11 августа 2008 года). В результате в России разразился тяжелейший за последнее десятилетие (с 1998 года) финансовый кризис.

Впрочем, в предкризисный период (до 12 сентября 2008 года) мировой финансовый кризис в основном ощущался на российском фондовом рынке. Крупные системообразующие интегрированные банковские структуры (далее – ИБС), такие, как Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, ВЭБ в предкризисный период всё же имели возможность фондироваться за счёт дешевых кредитов на международном банковском рынке или депозитных аукционов бюджетных средств и в тот момент времени не испытывали трудностей с погашением обязательств или острый дефицит ликвидности.

С началом мирового финансового кризиса этот канал перестал действовать, программа государственной поддержки в какой-то степени позволила ИБС успешно пережить кризис. Однако в сложившейся ситуации российским банкам с небольшим капиталом, живущим на заемные средства, пришлось отдавать долги, при том что перекредитовываться им стало негде. В результате такие банки не могли продолжать выполнять свои обязательства перед клиентами и кредиторами в полном объёме.

Рынок междилерского репо, где банки кредитуют друг друга под залог ценных бумаг, к середине сентября 2008 года был парализован из-за кризиса доверия (в этот период коммерческий банк «КИТ Финанс» не смог выполнить обязательства перед контрагентами на сумму свыше 10 млрд руб.) и закрытия официальных торгов на ММВБ, где проводятся эти сделки. Реальные же рыночные сделки, по свидетельству дилеров, проходили в то время по ставкам до 20% годовых. Бумаги принимали в репо с дисконтом до 30%, тогда как раньше средний размер дисконта составлял 2–5%. При этом крупные системообразующие ИБС частично или полностью покинули рынок репо.

Кризис доверия затронул и рынок межбанковского кредитования, на котором после закрытия рынка репо в основном присутствовали крупные ИБС, кредитовавшие друг друга под относительно невысокие (однозначные) проценты. Для средних же банков ставки колебались на уровне 10–20% годовых. В сентябре 2008 года спрос ИБС на привлечение средств федерального бюджета в депозиты на 50% превысил предложение.

Резко подешевевшие активы вызвали проблемы в отечественном банковском секторе, спровоцировав дефицит ликвидности, так как абсолютное большинство российских ИБС использовали акции и облигации в качестве залога при получении межбанковских кредитов. В результате даже крупнейшие ИБС были вынуждены продавать наиболее ликвидные активы, что привело к дальнейшему снижению цен и значительному росту

доходности рублевых государственных и корпоративных облигаций (соответственно до 8,6 и 14,5% годовых) и расширению спредов российских еврооблигаций почти в два раза — до 365 базовых пунктов (basis points, bps) к сентябрю 2008 года.

Из-за обострения проблем с ликвидностью ряд крупных российских банков оказался на грани банкротства, а весь банковский сектор — перед лицом тяжелого системного кризиса, предотвратить который удалось только благодаря массивной финансовой поддержке со стороны государства. Совокупный объем финансовых ресурсов, предоставленных Банком России и Минфином РФ в экстренном порядке коммерческим банкам осенью 2008 г., превысил 2 трлн руб.

Одним из ключевых изменений стратегического характера стало начало осуществления в августе 2008 года Банком России перехода от валютного таргетирования к таргетированию инфляции, что способствовало повышению волатильности валютного курса и неопределенности относительно его краткосрочных колебаний. Между тем, по мнению ряда ведущих западных экономистов, для стран с сильной зависимостью от сырьевых цен оптимальным правилом денежной политики является таргетирование инфляции, совмещаемое с коррекцией сильных колебаний валютного курса⁷. То есть по идее основное внимание должно уделяться именно достижению целей по инфляции, а задача по стабилизации обменного валютного курса хотя и сохраняется, но является вторичной.

На практике же основным инструментом политики развивающихся стран—производителей сырьевых товаров, перешедших к инфляционному таргетированию (Бразилия, ЮАР, Чили и др.), является процентная ставка, которая реагирует и на отклонения прогнозируемой инфляции от целевой, и на изменения курса. Валютные интервенции могут использоваться, но только как вспомогательный инструмент⁸.

Таким образом, к середине сентября 2008 года, когда разразился мировой финансовый кризис, в экономике России в целом и её банковском секторе в частности уже назрели предпосылки для полномасштабного национального финансово-экономического кризиса. К ним следует отнести:

1. Ускоренные темпы роста оттока капитала из России.
2. Низкий уровень капитализации национального банковского сектора.
3. Слабый уровень доверия банков друг к другу и, как следствие, неразвитость рынка межбанковского кредитования.
4. Проблемы с ликвидностью в банковской сфере.

⁷ Joshua Aizenman, Michael Hutchison, and Ilan Noy. «Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets», National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No. 14561, December 2008, Revised July 2010, page 2

⁸ См.: «Уроки кризиса для России: макроэкономическая политика». Обзор Центра макроэкономических исследований ОАО «Сбербанк России» от 27.11.2009 года, С. 15-16

5. Ограничение доступа крупнейших российских компаний предприятий и ИБС к международным рынкам капитала.

6. Резкое снижение мировых цен на нефть и нефтепродукты, а также падение спроса на продукцию российских металлургических предприятий.

7. Падение стоимости акций крупнейших компаний и ИБС, приведшее к сжатию и без того слаборазвитого фондового рынка.

8. Повышение волатильности обменного валютного курса и неопределенность относительно его краткосрочных колебаний

Ситуация усугублялась также рядом политических и корпоративных событий, о которых говорилось выше и которые способствовали общему ухудшению инвестиционного климата в Российской Федерации.

Литература:

1. Андришин С.А. Банковские системы: учебное пособие. – М.: Альфа-М: ИНФРА-М, 2011, С. 341-342
2. Социальный отчет ОАО Банк ВТБ за 2008 год, С. 5.
3. N.Roubini, A.Said “This time it’s different: transmission of the global financial crisis to emerging market economies and the domestic and international policy response”, The Financial Development Report 2009, p. 30
4. Joshua Aizenman, Michael Hutchison, and Ilan Noy. «Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets», National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No. 14561, December 2008, Revised July 2010, page 2
5. Уроки кризиса для России: макроэкономическая политика. Обзор Центра макроэкономических исследований ОАО «Сбербанк России» от 27.11.2009 года, С. 15-16.
6. Козенкова Т.А. Долгосрочное инвестирование путем участия в капитале. Безвозмездные формы финансирования. – М.: Финансовая жизнь, 2011, 2.
7. Кривошей В.А. Экономические аспекты формирования и оценка рисков торговой организации: Монография. – М.: Экономическая газета, 2011.
8. Финансовый менеджмент: учебное пособие / Под общей редакцией Н.А. Адамова, 2-е изд. – М.: «Экономическая газета», 2011.
9. Якутин Ю.В. Интегрированные корпоративные структуры в рыночной экономике. Москва, 2009.