

# **РАЗВИТИЕ РЫНКОВ ИПОТЕЧНОГО ЖИЛИЩНОГО КРЕДИТОВАНИЯ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

## **ЗАКЛЮЧИТЕЛЬНЫЙ ОТЧЕТ**

**1 октября**

**2003**



**Всемирный банк  
Департамент инфраструктуры и энергетики  
Регион Европы и Центральной Азии**

---

Настоящий документ подготовлен группой специалистов, включающей Питера Эллиса (ECSIE), Бритта Гвиннера (FINCF) и Луи Шикье (OPD).

## ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>1. КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ.....</b>	<b>1</b>
<b>2. ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ РЫНКОВ ИПОТЕЧНОГО ЖИЛИЩНОГО КРЕДИТОВАНИЯ .....</b>	<b>5</b>
А. Рынки жилья и новое строительство .....	5
В. Рынок ипотечного кредитования .....	6
С. Доступность жилья.....	11
<b>3. ЗАКОНЫ В СФЕРЕ ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ, НАХОДЯЩИЕСЯ НА СТАДИИ РАССМОТРЕНИЯ .....</b>	<b>14</b>
А. Выпуск ипотечных ценных бумаг .....	14
В. СИСТЕМА ССУДО-СБЕРЕГАТЕЛЬНЫХ СХЕМ НА ДОГОВОРНОЙ ОСНОВЕ ДЛЯ ПОКУПКИ ЖИЛЬЯ.....	19
<b>4. РАЗВИТИЕ РЫНКА ИПОТЕЧНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ .....</b>	<b>21</b>
А. Функции АИЖК .....	21
В. АИЖК и развитие ипотечного рынка .....	25
С. ЗАКЛЮЧЕНИЕ ДОГОВОРОВ МЕЖДУ ФЕДЕРАЛЬНЫМ АГЕНТСТВОМ И РЕГИОНАЛЬНЫМИ АГЕНТСТВАМИ.....	27
D. СТРАХОВАНИЕ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ .....	36
E. ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	37

## 1. КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Надлежащим образом функционирующая система финансирования жилья будет обеспечивать развитие рынков жилья в России и способствовать тому, что качество и объемы предлагаемого жилья в достаточной мере будут удовлетворять спрос населения. В настоящий момент в России существует значительный потенциал для развития рынков ипотечного жилищного кредитования. Покупательная способность личных доходов населения достигла уровня, который существовал до кризиса 1998 года, и, очевидно, что значительная часть населения нуждается в улучшении жилищных условий, а также в приобретении нового жилья. В ответ на этот скрытый спрос на основе пилотных проектов, в рамках которых несколькими коммерческими банками выдаются кредиты в ограниченном объеме семьям с высоким уровнем дохода, а также реализуется нескольких субсидируемых программ, нацеленных на семьи со средним уровнем дохода и финансируемых региональными администрациями, в ближайшее время в России могла бы возникнуть система ипотечного жилищного кредитования. До сих пор федеральное правительство и региональные администрации принимали активное участие и всячески поддерживали данные начинания.

2. В настоящем документе основное внимание уделяется программе развития рынков ипотечного жилищного кредитования, разработанной Правительством РФ, в частности, правительственной программе создания вторичных рынков ипотек. Анализ базируется на результатах разнообразных исследований рынков жилья, системы финансирования жилья и коммунальной сферы в России, которые были проведены Всемирным банком и МФК. Этот анализ также учитывает результаты недавно проведенной работы экспертами Всемирного банка в России, в ходе которой они провели детальные обсуждения с ключевыми участниками данного процесса, а также посетили несколько российских городов. В первой части документа проводится анализ существующего рынка жилищной ипотеки в России, далее приводятся комментарии по основным вопросам проекта закона «Об ипотечных ценных бумагах». В последней части документа представлен анализ планов федерального Агентства по ипотечному жилищному кредитованию в части развития рынка ипотечного жилищного кредитования.

3. Результаты работы, которая была проведена Всемирным банком, указывают на необходимость в значительной мере усовершенствовать политику в данной области, улучшить нормативную базу и обеспечить институциональное развитие, если перед ипотечным кредитованием ставится задача создать эффективные стимулы для строительства жилья. Ниже приводятся основные наблюдения, которые представлены в порядке значимости.

4. **Неразвитые рынки жилья.** Само по себе ипотечное кредитование неспособно решить проблему фундаментальной неразвитости рынков жилья. В частности, население должно быть готово инвестировать средства в техническое обслуживание существующих квартир, строительная индустрия должна быть в состоянии реагировать на спрос, вводя в строй новое жилье, а продажа квартир должна осуществляться без

каких-либо проблем. Необходимо разработать дополнительное законодательство и обеспечить поддержку судебной системы для закрепления прав кредиторов в целях упорядочения порядка обращения взыскания на имущество должника. При отсутствии должным образом функционирующего рынка жилья быстрое развитие системы ипотечного кредитования, по всей вероятности, будет только способствовать повышению цен на жилье, не решая проблемы улучшения жилищных условий для большей части населения.

5. **Распределение риска.** В соответствии с нынешними планами развития рынка ипотечного кредитования, риск, возлагаемый на правительство, слишком велик. Федеральное правительство напрямую берет на себя риск процентной ставки, а регионы полностью подвергают себя кредитному риску по тем кредитам, которые они выдают. Если бы регионы столкнулись с кредитным кризисом, то предполагается, что федеральное правительство будет их поддерживать. В идеальной ситуации процентные ставки должны включать надбавку за риск, который должен распределяться между банками, региональными агентствами и федеральным правительством в целях компенсации затрат инвесторов, мобилизации накопленных средств, предоставления премии за эффективное управление рисками и оказания государственной поддержки как можно большему количеству покупателей жилья.

6. **Неэффективные субсидии.** Региональные агентства пытаются сделать жилье более доступным, предлагая субсидирование процентной ставки. Однако субсидирование процентной ставки создает долгосрочные финансовые обязательства для региональных бюджетов и представляет собой еще более серьезный риск в случае экономического шока. Вместо этого, в той степени, в которой такое субсидирование является необходимым, федеральному правительству и региональным властям следует рассмотреть вопрос об использовании страхования кредитов вместе с предоставлением целевого субсидирования первоначального взноса в целях повышения доступности кредитов.

7. **Более эффективное использование государственных ресурсов.** Федеральное правительство и региональные администрации должны более эффективно оказывать поддержку рынку. Вместо предоставления гарантий по исполнению обязательств по всем ипотечным кредитам региональные агентства могли бы взять на себя ограниченное обязательство покрытия потерь по какой-либо части основной суммы кредита. Федеральное правительство могло бы предложить страхование кредитного риска по какой-либо другой части каждого кредита либо через Агентство по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК), либо через другое агентство. Как только будет принят закон «Об ипотечных ценных бумагах», АИЖК могло бы предложить меры по повышению кредитного рейтинга ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, которые выпускаются коммерческими банками. Благодаря этому, государственные гарантии, предоставляемые АИЖК, будут использоваться более эффективно, а у Сбербанка и других крупных банков с хорошей ликвидностью появится экономический стимул предоставлять кредиты семьям со средним уровнем дохода.

8. **Учет кредитного риска при установлении процентной ставки.** Складывается впечатление, что действующие в настоящий момент высокие процентные ставки кредитования устанавливаются в большей степени с учетом инфляции, а не кредитного

риска. Снижение инфляции будет становиться критическим фактором для обеспечения повышения спроса на ипотечное финансирование. Для аналитического расчета кредитного спреда кредиторам и АИЖК придется со временем формировать данные об исполнении обязательств по кредитам.

9. **Структура ипотеки.** В случае большинства непогашенных ипотечных кредитов процентная ставка является фиксированной, и, в результате, приходится осуществлять большие платежи. Кредиты с фиксированной процентной ставкой означают более высокий рыночный риск для кредиторов и инвесторов. АИЖК и кредиторам следует изучить возможность использования иных структур ипотеки, например, кредитов с плавающей процентной ставкой и лимитом платежей, в этом случае риск процентной ставки более эффективно распределяется между кредиторами и заемщиками.

10. **Стимулы выдавать кредиты.** Крупным государственным и коммерческим банкам, например, Сбербанку и Райффайзенбанку, возможно, не придется обращаться за помощью к АИЖК для решения проблем с ликвидностью, но, вероятно, у них бы появились стимулы выдавать кредиты семьям со средним уровнем дохода, если бы существовало долгосрочное финансирование, и если бы в ходе правовых реформ были сняты все сомнения относительно эффективности ипотечного залога. Секьюритизация кредитов и/или выпуск облигаций с ипотечным покрытием предоставляет альтернативное решение коммерческим банкам вместо финансирования долгосрочных ипотек на основе краткосрочных депозитов. Страхование кредита могло бы стать стимулом для коммерческого банка выдавать кредиты в течение периода, когда правительство будет решать проблемы, связанные с несовершенством законодательства в части обращения взыскания на имущество должника.

11. **Проект закона «Об ипотечных ценных бумагах».** Принятие закона «Об ипотечных ценных бумагах» чрезвычайно важно для развития рынков ипотечного жилищного кредитования в России. Проект закона «Об ипотечных ценных бумагах» прошел второе чтение. Хотя настоящий законопроект усиливает роль Федеральной комиссии по ценным бумагам в части вопросов регулирования и позволяет банкам выпускать ипотечные облигации, он вводит ограничения в отношении выпуска ипотечных ценных бумаг, которые будут замедлять развитие рынка. Компании специального назначения, определения которых дается в законопроекте, имеют значительные недостатки. Например, компании доверительного управления ипотечными сертификатами участия не удовлетворяют минимальным критериям реальной продажи. Независимо от того, что будет представлять собой данный закон в окончательном варианте, предстоит проделать значительный объем работы в части регулирования деятельности эмитентов ценных бумаг, а также отражения ценных бумаг в балансе инвесторов. Принятие закона «Об ипотечных ценных бумагах» всего лишь определит рамки реализации закона, что является важным требованием для создания равных условий для всех субъектов рынка.

12. **Финансовые стандарты деятельности региональных агентств.** Отсутствие финансовых стандартов деятельности региональных ипотечных агентств представляет значительный риск для системы. Кроме требований, устанавливаемых АИЖК в части правил андеррайтинга заемщика и формирования резервов по кредитам, которые агентство выкупает, других финансовых стандартов деятельности региональных

ипотечных агентств нет. В отношении кредитов, которые финансируются на местах, не устанавливаются общие правила андеррайтинга заемщика, кредитования лиц, имеющих доступ к внутренней информации, концентрации кредитов, системы внутреннего контроля или формирования и использования резерва на возможные потери по ссудам. Если говорить о международном опыте, то можно привести длинный список организаций, финансируемых за счет государственных средств, которые понести убытки или не справились со своей задачей из-за слабых финансовых стандартов.

13. **Система сбережений на договорной основе.** Предложенная схема сбережений на договорной основе могла бы способствовать развитию системы ипотечного кредитования путем оказания помощи семьям при создании кредитной истории. Однако для успешной реализации необходимо избегать регрессивных субсидий на стадии накопления, схема должна быть построена таким образом, чтобы сохранять ликвидность в условиях продолжающейся инфляции, а также предлагаться для использования в качестве финансового продукта разным финансовым учреждениям.

## **2. ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ РЫНКОВ ИПОТЕЧНОГО ЖИЛИЩНОГО КРЕДИТОВАНИЯ**

14. Долгосрочная цель политики федерального правительства – увеличение более чем в два раза объемов ввода в строй нового жилья с 30 до более 70 млн. кв. метров. Исполнительные и законодательные органы власти на федеральном и местном уровне уделяют значительное внимание развитию рынков ипотеки как средства финансирования рынков жилья, а также повышению эффективности и дальнейшему развитию строительной индустрии, чтобы эта отрасль смогла более эффективно исполнять роль двигателя экономического роста и социальной стабильности.

15. Несмотря на эти усилия, по международным стандартам, рынок ипотеки в России чрезвычайно мал. По оценкам, ипотека составляет приблизительно 0,1 процента ВВП, или 29 200 млн. рублей. Доля ипотеки чрезвычайно низкая при сравнении либо со странами с развитой экономикой, например, странами Европейского союза, где в среднем на ипотеку приходится 53 процента ВВП, или с развивающимися странами, такими как Колумбия, где этот показатель составляет 12 процентов, или Кореей, где на ипотеку приходится 14 процентов.

### **А. РЫНКИ ЖИЛЬЯ И НОВОЕ СТРОИТЕЛЬСТВО**

16. На протяжении 1990-х гг. объем нового строительства был низким по сравнению с предыдущими периодами, в течение десяти лет не проводилось ремонтных работ, и имеет место износ многих существующих квартир. В среднем в период с 1991 г. по 2002 г. ежегодно вводилось в строй 35 млн. кв. метров нового жилья; для сравнения: в 1990 году объем ввода в строй нового жилья составил 60 млн. кв. метров, при этом в течение пяти лет до 1990 г. ежегодно в среднем вводилось в строй 68 млн. кв. метров жилья. В 2001 году было выведено из эксплуатации 14,1 млн. кв. метров жилья, при этом ветхий жилищный фонд увеличился на 34 процента, составив 87,8 млн. кв. метров. Необходимо провести срочный капитальный ремонт более 290 млн. кв. метров жилья, однако ежегодно ремонтируется только 4,5 млн. кв. метров.

17. Рост объемов строительства новых жилых зданий ограничен из-за нефункционирующих земельных рынков, непрозрачных систем выдачи разрешений на строительство и монопольных местных рынков строительства. Муниципальные власти не хотят продавать землю даже несмотря на перспективу в будущем получать доход в виде налогов на имущество. В ответ, федеральное правительство разрабатывает реформы для создания рыночной системы налогообложения собственности. Порядок регистрации права собственности является сложным, и остаются серьезные проблемы, связанные с предоставлением коммунальных услуг.

18. Что касается спроса, он сдерживается из-за неспособности населения брать кредиты на длительный срок по приемлемым ставкам. Многие новые квартиры финансируются на основе применения схем застройщиков, которые, как правило, являются рискованными и дорогими для семей. Будущие владельцы квартир должны внести значительный первоначальный взнос за недостроенную квартиру, а

финансирование по принципу «плати из текущих доходов» означает, что семьи берут на себя весь риск застройщика по завершению строительства. Новые покупатели зачастую платят дополнительно 20 процентов от покупной цены для внутренней отделки квартиры, монтируя электропроводку и бытовые приборы. Замена финансирования разработчика кредитованием коммерческого банка при использовании последовательной и хорошо развитой системы андеррайтинга заемщика и процентных ставок, таким образом, поможет сделать новые квартиры более доступными. Благодаря этому также будут предоставлены средства для капитального ремонта и технического содержания существующего жилищного фонда.

## **В. РЫНОК ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ**

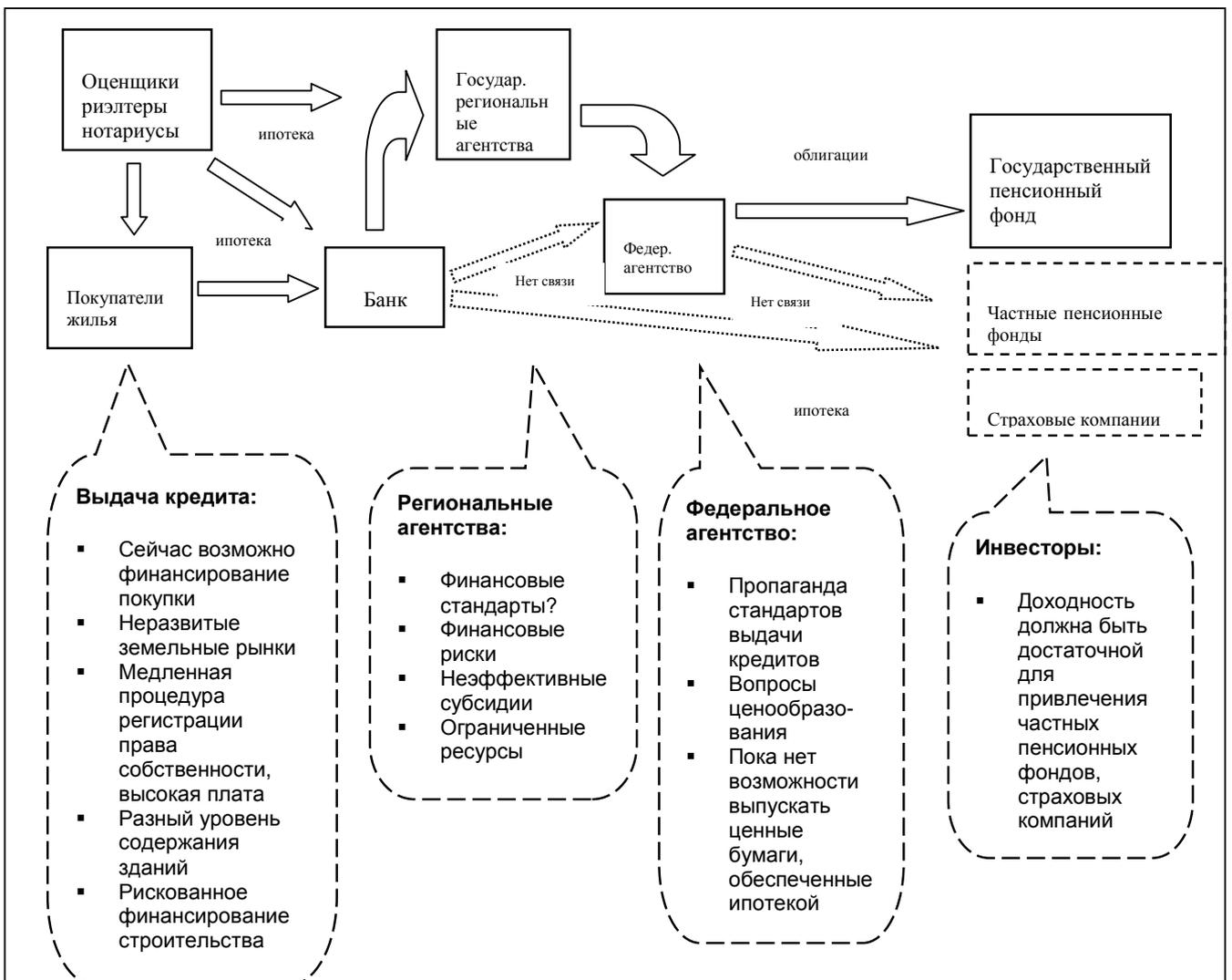
19. На схеме 1 представлены основные элементы системы ипотечного кредитования, которая сейчас действует в России. В настоящий момент 60 процентов жилищного фонда приватизировано, и такой фонд становится более активным объектом рыночных сделок, включая сделки по квартирной аренде. Результаты недавно проведенных обследований показывают, что большая часть населения нуждается в улучшении жилищных условий, например, более 77 процентов семей, включенных в опрос, заявили о своем стремлении улучшить свои жилищные условия, но при этом население плохо разбирается в ипотечном кредитовании (ЦАРН, 2003).<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Центр анализа рынков недвижимости (февраль 2003). «Развитие системы ипотечного кредитования», окончательный отчет, представленный Госстрою и Всемирному банку.

# 1. СХЕМА 1. УПРОЩЕННЫЕ ЭТАПЫ ПРОЦЕССА ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ

**Правовая база** – выдача кредитов (то есть, регистрация и передача права собственности, раскрытие информации о потребителях, затраты на оформление кредита, способность рефинансирования), нормативная база, регулирующая безопасность и надежность в банковской сфере, закон об ипотечных ценных бумагах.



20. Ассоциации риэлтеров и оценщиков, по-видимому, в достаточной мере организованы, и их услуги эффективны, хотя ввиду того, что действуют слабые стандарты, а операции на рынке проводятся относительно редко, трудно определять рыночную стоимость.

21. В настоящий момент предоставлением кредитов преимущественно занимается несколько банков, которые выдали кредиты на сумму около 6,2 млн. рублей, а также региональные государственные ипотечные агентства, выдавшие порядка 7 800 кредитов на сумму около 22,2 млн. рублей. Ипотечные кредиты выдаются в основном в нескольких крупных городах, большая часть кредитов была выдана в Москве. Финансовые учреждения финансируют ипотеку депозитами, привлекают средства из внешних источников, и все чаще и чаще используют средства, предоставляемые региональными агентствами и АИЖК, созданным федеральным правительством.

22. АИЖК разместило свои облигации среди коммерческих банков, создав таким образом один из важных элементов цепочки ипотечного кредитования. Однако несколько важнейших звеньев финансирования отсутствуют: ни федеральное агентство, ни коммерческие банки пока не выпускают и не продают облигации частным или государственным пенсионным фондам или страховым компаниям. Такие дополнительные звенья, устанавливающие связь с инвесторами, вкладывающими средства в долгосрочные бумаги, будут чрезвычайно важны для обеспечения значительного объема ипотечного кредитования.

23. Особенности андеррайтинга заемщика кредита и стандартов обслуживания банками являются приемлемыми, исходя из условий первичного рынка ипотек:

- Максимальный срок – 15 лет для кредиторов-коммерческих банков, 20 лет в случае покупки ипотек АИЖК. Что касается коммерческих банков, нет особого смысла в увеличении срока, принимая во внимание высокие процентные ставки на рынке и инфляционные ожидания.
- Минимальный размер первоначального взноса составляет 30 процентов, что объясняется проблемами с обращением взыскания на имущество должника, ветхим состоянием многих жилых зданий, незначительным количеством сделок, которые могли бы служить ориентиром для установления рыночной цены.
- Процентные ставки устанавливаются на уровне от 21 до 23 процентов, если кредит выдается в рублях, и на уровне от 12 до 15 процентов, если кредит деноминирован в долларах США. Региональные государственные ипотечные агентства выдают больше субсидированных ипотечных кредитов в рублях по ставке от 8 до 15 процентов, при этом, по оценкам, средняя взвешенная ставка составляет 13 процентов, а местные органы власти оказывают бюджетно-финансовую поддержку для возмещения разницы между использованной ставкой и рыночной ставкой.

24. Среди коммерческих банков Сбербанк и Дельтабанк являются наиболее квалифицированными и имеют наибольшую мотивацию увеличивать свои портфели ипотечных кредитов, хотя и применяют разную стратегию кредитования, имеют разные коммерческие цели, кредитные продукты и источники финансирования. Однако Сбербанк пока не в полной мере охватил и задействовал свою сеть и накопления на депозитных счетах мелких вкладчиков, его портфель ипотечных кредитов составляет около 3 млрд. рублей, кредиты предоставляются в рублях и долларах, такие кредиты составляют всего лишь 8 процентов портфеля розничных кредитов. Сбербанк – крупнейший сберегательный банк России, 69 процентов вкладов населения хранятся в этом банке, это единственный сберегательный банк, которому правительство оказывает полную поддержку в части гарантирования вкладов. Дельтабанк специализируется на жилищном кредитовании, в 2001 и 2002 гг. этот банк выдал около 1 500 кредитов на сумму 40 млн. долларов США, он выдает кредиты исключительно в долларах США напрямую и через 15 банков-партнеров, выдающих кредиты. Дельтабанк финансируется за счет иностранных кредитных линий рефинансирования. Ипотечные кредиты были выданы Райффайзенбанком на сумму 12 млн. долларов США, есть еще несколько российских банков, которые выдают ипотечные кредиты, но такие кредиты составляют небольшую часть их программ кредитования строительства и розничных кредитов.

25. На данной стадии качество портфеля кредитов, выданных коммерческими банками, является высоким, в основном, благодаря консервативным стандартам андеррайтинга заемщика и обслуживанию в основном населения с высоким уровнем дохода. Например, помимо ипотечного залога Сбербанк требует подписи двух гарантов по каждой ипотеке, таким образом, он косвенно заявляет о своем недоверии к обеспечению ипотечного кредита. По всей вероятности, такое недоверие вызвано тем, что не был апробирован новый порядок обращения взыскания на имущество должника.

26. Возможность обращения взыскания на имущество должника является центральным вопросом для создания эффективных стимулов, способствующих развитию ипотечного кредитования. Обращение взыскания на имущество должника и выселение в другую квартиру остаются сложными вопросами при развитии российских рынков ипотечного жилищного кредитования. Препятствия, мешающие выселению, по-прежнему вызывают сомнения относительно эффективности использования собственности в виде залога при получении ипотечных кредитов и в случае ипотечных ценных бумаг. Ряд законов, принятых после 1998 года, улучшили положение с регистрацией прав собственности и их применением, нормализовали ситуацию с субсидиями и разрешили обращать взыскание на залог ипотеки. Хотя эти законы делают важный шаг, предоставляя кредиторам, имеющим право ареста имущества должника, обращать взыскание на это имущество, если заемщик перестает платить, действие этих законов ограничено, и в судах было рассмотрено мало дел для апробации их действия.

27. Залоговые права кредиторов по-прежнему ограничены банковскими кредитами. Это ограничивает способность заемщиков рефинансировать кредиты, когда инфляция падает, а процентные ставки снижаются. Обращение взыскания на залог в случае отказа от уплаты долга ограничено правами семей, особенно семей с несовершеннолетними детьми, из-за которых не просто выселить такие семьи. В результате, в случае отказа заемщика возвращать кредит в реальности права кредиторов ограничиваются попытками

пойти на мировую и договориться о продаже жилья, сдать жилье заемщику, не вернувшему кредит, в аренду, или переселить семью.

28. Для создания более легких условий для выселения, в некоторых городах, например, в Москве, есть возможность создавать резервный переселенческий жилой фонд. В настоящий момент ведется обсуждение новых законов, предусматривающих создание местного жилого государственного фонда, который будет расширяться за счет новых и/или пустующих квартир, для предоставления жилья семьям, не возвратившим кредит, и таким образом позволит кредиторам применить свое залоговое право ареста имущества должника. Даже если этот вариант и окажется эффективным для кредиторов, он снижает стимулы для заемщиков по выполнению своего обязательства по ипотеке. Слабый стимул возвращать кредит будет снижать реализуемость российских ипотечных ценных бумаг, как внутри страны, так и за ее пределами.

29. В целом, налоговый режим способствует развитию ипотечного кредитования. На федеральном уровне правительство предоставило две важные льготы для покупателей: (i) налоговую скидку до 600 тыс. рублей при строительстве и покупке жилья; (ii) вычет из суммы облагаемого дохода процентов по ипотечным кредитам, выданным коммерческими банками. В случае второй льготы, складывается впечатление, что налоговый кодекс предвзято относится к некредитным финансовым организациям, это будет снижать дальнейшее развитие конкуренции на рынке. Налоговый режим способствует секьюритизации, поскольку такие операции освобождаются от НДС. Однако остаются некоторые вопросы в части налогового режима при продаже залладных и взимании налога на собственность в случае активов, находящихся на балансе специальной проектной компании.

30. Внесены предложения об отмене предельного уровня при вычете стоимости покупки. Если такие предложения будут приняты, их действие должно распространяться только на покупку недорогих квартир, при этом такая льгота должна предоставляться только семьям со средним уровнем дохода, чтобы ею не пользовались группы населения с высоким уровнем дохода. Таким же образом, следует установить ограничения в части вычета процентных платежей по ипотечным кредитам из суммы облагаемого дохода, чтобы данная налоговая скидка предоставлялась только семьям со средним и низким доходом.

## С. Доступность жилья

31. В целом, все работающее население России, за исключением двадцати процентов, не может себе позволить просто купить квартиру. На сегодняшнем рынке, с учетом данных по официально получаемой зарплате, текущим процентным ставкам и текущим ценам на жилье, семья, в которой работает один человек, получающий среднюю официальную зарплату в размере 4 065 рублей в месяц, должна будет откладывать деньги в течение 18 лет, чтобы накопить средства для первоначального взноса при покупке недорогой квартиры стоимостью, например, 600 тыс. рублей.<sup>2</sup> Если ставка долгового обязательства составляет 24 процента, ежемесячные выплаты для возврата кредита, предоставленного на 20 лет, когда основная сумма долга составляет 70% стоимости квартиры, будут в два раза превышать ежемесячную зарплату семьи. Однако реальная ситуация в большей степени обнадеживает, чем результаты анализа с использованием данных по официальной зарплате. Средние показатели по России скрывают существование значительных различий, которые существуют в уровне заработной платы и стоимости жилья по регионам, внутри региона, между сельской местностью и городами. В ходе приватизации многие семьи уже получили квартиры, которые являются «свободной» от долговых обязательств собственностью.

32. Обнадеживает то, что большинство кредитов, которые были выданы на сегодняшний день, были предоставлены для улучшения жилищных условий, например, для приобретения новой квартиры с большим количеством комнат. На более развитых рынках жилья возникает «эффект ряби», когда более богатые семьи переезжают в новое жилье и продают свои квартиры другим семьям.

### Что определяет доступность?

Доступность собственности на жилье является функцией четырех факторов:

**Цена жилья** – Цены являются функцией стоимости земли и стоимости строительства. Ограниченное предложение жилья в России приводит к высоким ценам. В течение 1990-х гг. строилось мало жилья. В существующих квартирах не проводился текущий ремонт, и износ многих квартир является значительным.

**Условия ипотечного кредита** – Из-за инфляции и остаточного риска, возникшего во время кризиса 1998 года, процентные ставки сохраняются на высоком уровне. Страх инфляции и отсутствие долгосрочных ценовых ориентиров приводят к тому, что срок ипотеки является относительно коротким. Благодаря снижению темпов инфляции, отмечаемому в последнее время, стало возможным рассмотреть вопрос о предоставлении ипотечных кредитов по рыночным ставкам; если темпы инфляции будут продолжать снижаться, перспективы значительно улучшатся. Затраты на оформление кредита, например, плата нотариусу, являются высокими.

**Заработная плата** – Только лишь недавно заработная плата достигла уровня покупательной способности, существовавшего до кризиса 1998 года. Недавние проведенные исследования показывают, что повсеместно население недовольно своими жилищными условиями. По мере повышения уровня заработной платы в реальном выражении должно увеличиваться количество приобретаемых квартир, включая покупки за счет ипотечного кредита.

**Субсидии** – В Российской Федерации существуют значительные налоговые скидки при покупке и финансировании квартир. Региональные власти в значительной мере субсидируют процентные ставки при выдаче кредитов ограниченному числу заемщиков.

<sup>2</sup> По результатам исследования, проведенного ЦАРН, российские семьи способны откладывать около 15 процентов заработной платы (ЦАРН, 2003).

33. Если гипотетическая семья, о которой говорилось выше, уже имеет собственную квартиру, стоимость которой составляет 80 процентов цены приобретаемой квартиры, и отложила 10 тыс. рублей, то такая семья могла бы взять кредит в размере 90 тыс. рублей под 24 процента и осуществлять ежемесячно выплаты в погашение кредита, доля которых в ежемесячной заработной плате будет составлять 45 процентов.<sup>3</sup> Хотя на такие выплаты уходит значительная часть ежемесячной заработной платы, в большинстве стран это считается приемлемым. Конечно, если бы в семье работали два члена семьи, то было бы легче осуществлять такие выплаты. Если бы использовалось страхование кредита, то семья могла бы взять кредит, сумма которого составляла бы большую часть стоимости квартиры, и в таком случае сумма, откладываемая для осуществления первоначального взноса, была бы меньше.

34. Официальные данные по заработной плате занижают уровень дохода, поскольку многим семьям предоставляются государственные субсидии, и, что более важно, семьи могут получать доход из незадекларированных источников. В соответствии с некоторыми исследованиями, в середине и в конце 1990-х гг. неофициальный сектор экономики в России составлял от 40 до 45 процентов ВВП, а задекларированный доход составлял более 30 процентов дохода семьи.<sup>4</sup> Важно найти пути решения проблемы с «серым» компонентом дохода, в частности, по возможности, легализовать незадекларированный доход от законной деятельности. Операции с теневыми доходами на рынке могут исказить ситуацию на рынке жилья, например, в случае продажи по заниженным ценам, которая сопровождается неучтенными наличными платежами. Сбережения средств, поступающих из незадекларированных источников, также искажают результаты анализа способности семей осуществлять выплаты по ипотечному кредиту в течение длительного периода времени.

35. Для развития рынка важна структура ипотечного продукта. Большинство ипотечных кредитов, которые в настоящий момент выдаются в России, предоставляются под высокие фиксированные процентные ставки на относительно короткий срок.<sup>5</sup> Для учета высокого и непредсказуемого уровня инфляции фиксированные ставки должны быть обязательно высокими, таким образом, сложнее осуществлять выплаты по кредиту. Большой размер выплат усиливает давление в части субсидирования процентной ставки, и многие региональные ипотечные агентства, например, попытались повысить доступность кредитов за счет неэффективного и дорогого субсидирования процентных ставок.

36. Кредиты, выдаваемые под фиксированные процентные ставки, увеличивают риск досрочного погашения кредита, а также рыночный риск для кредиторов и инвесторов.

---

<sup>3</sup> Если семья откладывает 15 процентов в месяц, то в течение 16 месяцев семья, доход которой составляет 4 065 рублей, смогла бы отложить 10 тыс. рублей.

<sup>4</sup> См. публикацию: «Записка об измерении неофициальной экономики в бывших республиках Советского Союза», Михаил Алексев и Уильям Пайл, монография, Департамент экономики, Колледж Миддлбери, июль 2002.

<sup>5</sup> Последнее время Сбербанк стал предлагать ипотечные кредиты с плавающей ставкой, привязанной к ставке рефинансирования Центрального банка, которая в настоящий момент составляет 18 процентов.

Чтобы избежать убытков из-за изменения процентных ставок, кредиторам необходимо обеспечить соответствие между сроком их обязательств и сроком кредитов с фиксированными процентными ставками, которые они финансируют. Например, если кредиторы финансируют 20-летний кредит с использованием 5-летних обязательств, то они подвергаются риску понести убытки, если в момент наступления момента платежей по обязательствам ставки поднимутся. В таком случае федеральное правительство, предоставляя гарантии по кредитам и облигациям, будет подвергаться риску понести убытки. Или наоборот, инвесторы сталкиваются с потерей дохода и неожиданным возмещением основной суммы долга, если процентные ставки упадут, и рефинансирование станет более реальным.

37. Следует разработать более гибкие и доступные ипотечные продукты с плавающей ставкой, чтобы избежать игры на инфляции. Потребуется приемлемые и прозрачные индексы, и будет необходимо включать лимиты платежей и ограничивать повышение плавающих ставок в течение конкретного периода времени. Такая ситуация будет ставить новые коммерческие, финансовые и регулятивные задачи, но в этом случае управление рисками будет более эффективным.

### **3. ЗАКОНЫ В СФЕРЕ ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ, НАХОДЯЩИЕСЯ НА СТАДИИ РАССМОТРЕНИЯ**

38. Для развития рынков ипотечного кредитования, на которых население может брать ипотечные кредиты и закладывать свою собственность, необходима надежная правовая база. Помимо слаженно функционирующего первичного рынка ипотек, вторичный рынок, который помогает сохранять цену долгосрочного капитала на низком уровне, тоже должен работать эффективно.

#### **А. ВЫПУСК ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ**

39. Выпуск надежных, ориентированных на рынок ипотечных ценных бумаг, является важным шагом не только для финансирования жилья, но и для реформирования пенсионных фондов и рынков капитала. Секьюритизация помогает кредиторам, у которых не хватает собственного капитала, и поэтому может представлять собой инструмент для вовлечения большего числа коммерческих банков в систему ипотечного кредитования. Секьюритизация помогает кредиторам управлять риском процентной ставки. Для пенсионных фондов, которые ищут инструменты для вложения средств, ипотечные ценные бумаги представляют собой инструмент, дополняющий и являющийся альтернативой государственным ценным бумагам.

40. Инвесторами, приобретающими ценные бумаги, обеспеченные ипотекой, являются: (i) частные пенсионные фонды; (ii) страховые компании, если будут подняты соответствующие лимиты инвестирования; (iii) банки; (iv) инвестиционные фонды; (v) паевые инвестиционные фонды. В ближайшие пять лет в ипотечные ценные бумаги могло быть инвестировано около 120 млрд. рублей из средств, которые, по оценкам, накоплены пенсионными фондами.

41. Проект федерального закона «Об ипотечных ценных бумагах», который прошел второе чтение, создает правовую базу для использования двух новых инструментов финансирования: (i) ипотечных сертификатов участия, (ii) ипотечных облигаций. Первый инструмент во многом похож на «пропускные» ценные бумаги, обеспеченные ипотечным покрытием, именно так этот финансовый инструмент называется в международной практике. В соответствии с установленными требованиями, эмитент обязан передать портфель ипотек доверительному управляющему путем присоединения к «договору доверительного управления ипотечным покрытием», как это записано в законе, который затем выпускает ипотечные сертификаты участия. В соответствии с определением облигаций, обеспеченных ипотечным покрытием, которое приводится в законе, эмитенту разрешено выпускать облигации без продажи залога, сохраняя данные ценные бумаги на своем балансе.

42. Если разрешено выпускать разные типы ценных бумаг разным эмитентам, это способствует усилению конкуренции и снижению стоимости ипотечного кредитования. Ипотечные облигации и ипотечные ценные бумаги, как правило, быстрее становятся средством финансирования покупки квартир, если их выпускают самые разные

организации, в том числе и специализированные кредитные учреждения, и универсальные банки. Хотя специализированные организации успешно функционируют во многих странах, закон не должен предоставлять право выпуска ценных бумаг только таким организациям.

43. Ни одно положение закона не должно ограничивать выпуск либо ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, либо ипотечных облигаций, предоставляя право выпуска исключительно организациям, финансируемым государством. Монополии, созданные или финансируемые государством, существуют уже давно в некоторых странах, и отношение к ним неоднозначное. Они в большей степени, чем конкурентные частные банки, подвержены политическому влиянию и моральному риску. Обычно правительственные монополии предлагают больше прямых и/или косвенных государственных гарантий, а также резерв на непредвиденные расходы. Любая предоставляемая правительственная гарантия должна быть прозрачной и ограниченной по своему действию. Из-за специальных схем жилищного кредитования частные банки не торопились включать операции по ипотечному кредитованию в свою деятельность по обслуживанию мелких клиентов и в Мексике, и в США. Такая ситуация в России будет мешать достижению цели увеличения объемов строительства нового жилья.

44. Секьюритизация закладных неизбежно приводит к возникновению информационной асимметрии между финансовыми учреждениями, выдающими отдельные кредиты, которые обладают самым большим объемом информации о качестве своих кредитов, и инвесторами, вкладывающими свои средства в покупку ценных бумаг, обеспеченных ипотеками, знания которых минимальны. В других странах такая асимметрия преодолевается несколькими способами, в том числе благодаря стандартизации требований к обеспечению и соответствующей документации, а также страхованию пула ипотек. Секьюритизируя свои кредиты, банк, выдавший кредит, продает кредитный риск и риск процентной ставки инвесторам, которых не волнует риск, поскольку у них есть информация и для снижения степени риска они застраховались.

45. Складывается впечатление, что нынешний проект закона ставит все эти отношения с ног на голову, ограничивая выдачу ипотечных сертификатов участия, поскольку предоставляет данное право только «коммерческим организациям, имеющим лицензию на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами». По сути дела, данное ограничение требует, чтобы некоторые инвесторы, приобретающие ипотечные сертификаты участия, выполняли функции эмитентов. Инвестиционные управляющие компании практически не связаны с процессом выдачи кредитов и, как правило, обладают наименьшим объемом информации о кредитном качестве отдельных активов. Более того управление ипотечным покрытием и управление ценными бумагами, обеспеченными ипотекой, значительно отличаются от управления паевыми инвестиционными фондами. Операционная интенсивность ипотечного бизнеса требует специализированных знаний и автоматизированных систем, которыми инвестиционные управляющие компании вряд ли обладают.

46. Нынешний законопроект запрещает выпускать «производные инструменты ипотечных сертификатов участия». К сожалению, это положение исключает

возможность выпуска мультитраншевых ценных бумаг на основе ипотечных сертификатов участия. Мультитраншевые ценные бумаги являются важным инструментом для развития секьюритизации ипотек, поскольку они позволяют эмитенту повышать кредитное качество некоторых своих траншей, таким образом делая их более привлекательными для институциональных инвесторов. Хотя всему пулу может быть присужден рейтинг ниже рейтинга инвестиционного уровня, благодаря мультитраншевой структуре пула можно выпустить «старшую» облигацию, которая может получить рейтинг AAA при минимальных внешних мерах повышения кредитного рейтинга заемщика с целью снижения стоимости кредита. На других рынках, например, в Великобритании и Колумбии, такие структуры использовались либо для ограничения действия схем государственного страхования или государственных гарантий при выпуске ипотечных ценных бумаг, либо для полного отказа от их использования. В результате применения такой структуры можно уменьшить стоимость ипотечного кредитования при снижении риска правительства.

47. В проекте закона дается определение двух типов специальных проектных компаний (SPV) с тем, чтобы можно было передавать пул ипотек самостоятельному юридическому лицу. Если окажется нереальным внести изменения в закон «О банкротстве», то эффективным инструментом выпуска ипотечных облигаций могут стать специальные проектные компании, или СПК (SPV), и/или специализированные дочерние предприятия, как это делается во Франции. Однако такая схема может привести к повышению затрат на выпуск ценных бумаг, поскольку ее использование требует больше юридической проработки и увеличения накладных расходов для создания и обслуживания такой компании или предприятия. Очевидно, что в России налог на имущество компаний, включая специальные проектные компании, составляет 2 процента. Если это действительно так, то такой налог будет увеличивать стоимость выпуска либо ипотечных облигаций, либо сертификатов участия.

48. СПК первого типа, «ипотечный агент», предназначена для поддержки выпуска ипотечных облигаций банками. Она создается как акционерная компания, имеющая право выпускать облигации, обеспеченные ипотекой, без права иметь свой штат сотрудников и заниматься иной деятельностью кроме выпуска облигаций. Однако хотя законопроектом четко предусмотрено, что только банки или ипотечные агенты могут выпускать облигации, обеспеченные ипотекой, в законопроекте не указано, какие юридические лица могут создавать ипотечных агентов.

49. Даже если банкам будет предоставлено право создавать ипотечных агентов, в законе нет четкого определения их статуса в случае банкротства банка, который их создает. Вероятно, меры, прописанные в других российских законах, обеспечивают выведение залогового покрытия за пределы конкурсной массы в случае банкротства такого юридического лица. Однако если это не так, то без внесения изменений в закон «О банкротстве», которые позволяют исключить обеспечение ипотечных облигаций из конкурсной массы в случае банкротства эмитента облигаций, по-видимому, ипотечные облигации не станут перспективным инструментом финансирования ипотечных кредитов. Жаль это констатировать, поскольку ипотечные облигации могли бы стать ценным инструментом для региональных агентств и коммерческих банков, примером могут служить квази-ипотечные облигации, уже выпущенные Иркутским и Московским ипотечными агентствами.

50. СПК второго типа – это компания по «договору доверительного управления ипотечным покрытием», которая выдает ипотечные сертификаты участия. Договором доверительного управления ипотечным покрытием удостоверяется доля инвестора в праве общей собственности на ипотечное покрытие. Из текста законопроекта не ясно, как подписание договора доверительного управления ипотечным покрытием будет означать «реальную продажу» в соответствии с понятиями, применимыми в международной практике. Реальная продажа устанавливает критерии, на основе которых ипотечное покрытие, используемое при секьюритизации, переводится с баланса финансового учреждения, являющегося продавцом, на баланс СПК или иной доверительной компании. Если по условиям договора доверительного управления ипотечным покрытием не происходит реальной продажи, тогда такой договор полностью не способен создать жизнеспособное обеспечение. Для того, чтобы выпускать ценные бумаги, СПК должна представлять собой самостоятельное юридическое лицо.

51. В нынешнем законопроекте нет четкого определения того, как передаются активы по договору доверительного управления ипотечным покрытием. Вместо этого, устанавливается ряд ограничений относительно управляющего по договору доверительного управления ипотечным покрытием, которые подразумевают, что потенциально ипотечное покрытие может учитываться вместе с активами управляющего. Например, в соответствии с положениями законопроекта, имущество, составляющее ипотечное покрытие, должно учитываться управляющим на отдельном балансе. Если бы договор доверительного управления ипотечным покрытием подписывался с самостоятельным юридическим лицом, когда владельцы не являются управляющими, то было бы невозможно учитывать активы по договору доверительного управления ипотечным покрытием на каком-либо ином балансе, кроме баланса этого лица, и установление такого ограничения было бы излишним.

52. Регулирование должно решать вопросы, связанные с риском ведения конкретного вида экономической деятельности, а не вопросы, связанные с особенностями функционирования учреждений-эмитентов. Не следует выводить кредитные ипотечные учреждения из-под действия общих правил, регулирующих деятельность банков, и правил надзора за их кредитными активами, речь идет о таких требованиях, как отчетность, формирование резервов, капитализация, кредитование лиц, имеющих доступ к внутренней информации, концентрация риска и проверки на местах. Нормативная база должна предотвращать возникновение таких проблем в будущем, как арбитраж, обусловленный действием факторов регулирования, когда участники экономической деятельности пытаются использовать в своих интересах несовершенство нормативной базы для того, чтобы заниматься этим видом экономической деятельности на более приемлемых для них условиях.

53. Было бы более целесообразно внести изменения в нормативы, разработанные Центральным банком России (ЦБР) в целях регулирования деятельности банков, для учета особенностей ипотечного жилищного кредитования, изменив эти нормативы, принимая во внимание различия в рисках по сравнению с депозитными учреждениями. Далее ЦБР мог бы выдавать банковские лицензии ипотечным агентствам даже в том случае, если они решат остаться специализированными учреждениями. Нормативы, регулирующие выпуск ипотечных ценных бумаг, могли бы быть в дальнейшем разработаны Федеральной комиссией по ценным бумагам.

54. Законопроектом предусмотрено, что функция регулирования выпуска ипотечных ценных бумаг будет возложена на Федеральную комиссию по ценным бумагам. Когда закон вступит в силу, Центральный банк России и ФКЦБ должны вместе внести изменения в свои нормативы и стандарты для учета особенностей ипотечных кредитов и ипотечных ценных бумаг, которыми владеют специализированные учреждения и универсальные банки. Следует разрешить кредитным учреждениям формировать резервы на возможные потери от кредитов с учетом ожидаемых убытков и процента невозврата, величина которых в случае ипотечного жилищного кредитования будет меньше, чем в случае корпоративных кредитов, под которые не выдается залог в виде основного жилья заемщика. Ипотечные ценные бумаги, которые в настоящий момент считаются «мусорными» облигациями для резерва против потерь от кредитов, должны рассматриваться с учетом качества андеррайтинга их залога и стандартов обслуживания. Таким же образом, требования относительно принципа благоразумности в части капитала должны отражать риск ипотечных кредитов и залога, используемого в качестве обеспечения ипотечных ценных бумаг, которые остались на балансе.

55. Раскрытие информации должно быть обязательным и детальным. Порядок раскрытия информации, предлагаемый в законе, не предусматривает предоставление детальной информации о рисках траншей залога, приобретаемых инвесторами, таких как, кредитный риск и риск досрочного погашения кредита. Из-за отсутствия такой информации рынок будет неохотно принимать такие транши, поскольку в этом случае ограничена возможность точного определения цены ценных бумаг и осуществления их мониторинга. В окончательном варианте закона должны быть предоставлены четкие полномочия в области регулирования соответствующему правительственному органу по установлению требований к информации и ее стандартизации.

56. Рейтинг обеспечения третьей стороной признанными рейтинговыми агентствами частного сектора важен для развития прозрачных и эффективных рынков капитала. По определению, в соответствии с принятыми правилами, проводится анализ ценных бумаг, которым присужден рейтинг, в целях подготовки финансовой отчетности и проверки как в момент выпуска этих бумаг, так и впоследствии, когда такая работа проводится на регулярной основе. В странах с развитой экономикой органы регулирования используют рейтинги и информацию агентств в качестве важной оценки здоровья финансовой системы, которая проводится третьей стороной.

57. Требование получить рейтинг, присуждаемый агентством, может вводиться либо через: (i) требование, предусмотренное в законе «Об ипотечных ценных бумагах», согласно которому каждому новому выпуску должен присуждаться рейтинг двумя агентствами; или (ii) требование, в соответствии с которым пенсионные фонды приобретают только ценные бумаги инвестиционного уровня, которым присужден рейтинг. Такое требование важно для институциональных инвесторов, оно также важно для менее опытных инвесторов, таких, как мелкие инвесторы, с которыми ходят работать некоторые региональные ипотечные агентства, и для паевых инвестиционных фондов, которые, по всей вероятности, будут мобилизовать сбережения населения.

## **В. СИСТЕМА ССУДО-СБЕРЕГАТЕЛЬНЫХ СХЕМ НА ДОГОВОРНОЙ ОСНОВЕ ДЛЯ ПОКУПКИ ЖИЛЬЯ**

58. Еще один важный законопроект связан с новыми схемами сбережений населения на договорной основе для покупки жилья. В соответствии с международным опытом, необходимо очень внимательно подойти к разработке их структуры. При использовании такой схемы семьи открывают специальные сберегательные счета с низкой процентной ставкой, но по договору получают право на ипотечный кредит под низкую процентную ставку после конкретного периода накоплений. Сумма кредита привязана к накопленной на счете сумме для сохранения ликвидности системы. Хотя средства, накопленные на этом счете, могут пойти только на оплату ограниченной части данной покупки, благодаря такому счету можно накопить собственные средства и доказать финансовую дисциплину владельца сберегательного счета. По своей сути, он действует как положительный фактор для любого банка, который выдает ипотечный кредит на оставшуюся сумму.

59. В аналогичной ситуации схемы сбережений на договорной основе могут помочь решить вопрос о законном, но незадекларированном доходе. Если гражданин или супружеская пара могут позволить себе откладывать ежемесячно определенную сумму на сберегательном счете, они могут таким образом проверить свою способность осуществлять сопоставимые выплаты для погашения ипотечного кредита даже, если на основе данных об официальной зарплате размер кредита кажется большим.

60. В целях максимизации объемов строительства и финансирования покупки жилья следует развивать эту и другие схемы сбережений населения для самых разных учреждений, в том числе и для коммерческих банков, которые имеют лицензию на работу с вкладами. Как показывает международный опыт, связанный с ипотечным кредитованием и финансовой диверсификацией, заявление, согласно которому специализированные учреждения обязаны разрабатывать эту жилищно-сберегательную схему, не подтверждается. Страны, которые в прошлом подчеркивали необходимость специализации, например, Германия, пришли к выводу, что полезно способствовать конкуренции среди учреждений разного типа и разрешать более крупным банкам с большей степенью диверсификации приобретать специализированные учреждения. В России существующие банки могут задействовать уже функционирующую сеть розничных филиалов и депозиты.

61. В такой стране, как Россия, где уровень инфляции относительно высокий, особенно трудно управлять схемами сбережений населения на договорной основе. Федеральному правительству следует изучить ожидаемое воздействие предлагаемой схемы на федеральный и региональные бюджеты, на население и доступность жилья для населения, на стабильность финансового сектора, на результаты жилищной политики и на альтернативные экономически эффективные пути достижения поставленных целей.

62. При разработке такой системы сбережений Центральный банк России должен внести изменения в конкретные требования относительно формирования резервов и ликвидности и привязать такие требования к жилищным кредитам, выдаваемым на начальной стадии реализации программы. Необходимо разработать более детальные

условия авансовых кредитов и правил формирования списка очередников. Следует рассмотреть следующие общие вопросы:

- (i) Повышение размера резервов до достаточно высокого уровня, особенно, на начальной стадии накопления средств на счетах, когда еще нет расходования кредитов, и ведение жесткого контроля за состоянием ликвидности. При необходимости, пересмотреть некоторые элементы, например, процент по сберегательному счету и кредиту и минимальный период накопления.
- (ii) Поддержка использования плавающих договорных ставок, а не искусственно заниженных фиксированных ставок. Низкие фиксированные ставки могут привести к возникновению временных и опасных периодов неликвидности, если к схеме не присоединится достаточное количество новых участников.

63. В целом, существует соблазн чрезмерного субсидирования этапа накоплений в целях поддержания положительной ликвидности. Такое субсидирование накоплений является регрессивным, оно не будет напрямую связано с жильем и приводит к риску быстрого роста бюджетно-финансового обязательства со стороны федерального правительства. В Чешской Республике субсидии для владельцев сберегательных счетов в основном предоставлялись семьям с более высоким уровнем дохода. Хотя большая часть государственного жилищного бюджета ушла на выплату таких субсидий, в результате было построено мало нового жилья.

64. Следует создать возможность использовать накопленные сбережения для иных целей помимо покупки дома. Например, в Таиланде после 18 месяцев накопления средств на сберегательном счете считается, что семья доказала свою способность регулярно осуществлять выплаты, поэтому она получает право на ипотечный кредит по более низкой процентной ставке. Семья может использовать оставшиеся средства на счете для покупки жилья или в совершенно иных целях.

## **4. РАЗВИТИЕ РЫНКА ИПОТЕЧНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ**

65. В целях развития устойчивой и эффективной системы ипотечного финансирования необходима мобилизация сбережений с помощью коммерческих банков и частных инвесторов. При оказании АИЖК поддержки российскому рынку, необходимо найти правильное соотношение между неотложной потребностью в достижении краткосрочных результатов и заботой о состоянии рынка в долгосрочной перспективе. Для придания первоначального импульса ипотечному кредитованию АИЖК следует выявить препятствия на пути развития ипотечного кредитования силами частного сектора и предложить соответствующие решения.

### **А. Функции АИЖК**

66. АИЖК возникло как важный участник российской ипотечной системы. Теоретически, это федеральное агентство способно выполнять целый ряд функций по оказанию поддержки рынку ипотеки, включая такие, как:

- Поддержка законодательных реформ и оказание судебной поддержки для укрепления первичных рынков ипотеки. Указанные реформы предполагают действия в широком диапазоне — от совершенствования политики в сфере землепользования до повышения эффективности процедур обращения взыскания на заложенное имущество.
- Распространение стандартов андеррайтинга и ипотечных продуктов. В России подобных стандартов не существует, хотя они имеют решающее значение для развития рынков ипотеки. На эффективных ликвидных ипотечных рынках закладные обращаются в качестве товаров, что удешевляет финансирование и позволяет создать достаточный объем финансовых ресурсов. Такой режим возможен только при обеспечении возможности замены одних закладных на другие с помощью тождественных финансовых условий и критериев андеррайтинга. В той мере, в какой все организаторы ипотеки используют стандартные условия, возможно более быстрое развитие рынка облигаций с ипотечным покрытием и ипотечных сертификатов участия. Такой рынок смог бы предоставлять ликвидные ресурсы организаторам ипотеки и, с течением времени, можно ожидать, что он способствовал бы уменьшению стоимости ипотечного финансирования для домовладельцев.
- Обеспечение ликвидности. Хотя ликвидность не является проблемой для некоторых крупных банков, например, Сбербанк и Райффайзенбанк, в такой крупной и разнородной экономике, какая существует в Российской Федерации, местные финансовые рынки могут быть ограничены местными экономическими обстоятельствами. АИЖК может преодолевать нехватку капитала на местах путем предоставления ликвидных ресурсов местным государственным агентствам и относительно мелким частным банкам. Принимая на себя эту функцию, АИЖК не должна подрывать ипотечные программы уже существующих ликвидных банков.

- Демонстрация потенциальных возможностей ипотечного финансирования. Можно утверждать, что некоторых потенциальных кредиторов можно будет убедить заняться ипотечным кредитованием только после того, как они увидят возможность прибыльного ведения этого бизнеса. АИЖК могло бы подать пример системы ценообразования на основе учета рисков, который свидетельствовал бы о возможности прибыльного участия коммерческих банков в конкуренции в данной сфере.
- Принятие на себя риска, связанного с ценообразованием в сложных условиях. На российском рынке отсутствуют данные о функционировании ипотеки за прошлые периоды, на основе которых оценивают кредитный риск. Отсутствуют также и исходные данные для определения цен на долгосрочные облигации. Федеральное агентство может сыграть решающую роль катализатора с помощью инициативы по созданию рациональной структуры ценообразования с тем, чтобы положить начало этому процессу. Данная организация, действующая при поддержке правительства, возможно, находится в наилучшем положении с точки зрения принятия на себя этого риска. По истечении определенного времени структуру ценообразования будет необходимо пересмотреть с тем, чтобы адаптировать ее к меняющимся обстоятельствам. Федеральному агентству не следует использовать свое преимущество раннего начала деятельности по данному направлению для создания монополии в сфере секьюритизации ипотеки.
- Страхование кредитных рисков. Существуют определенные сомнения относительно эффективности залладных в качестве обеспечения для кредитов и, в результате, возможности определить цену ипотечного кредита. АИЖК могла бы предложить страховые продукты для преодоления неопределенностей, существующих относительно кредитного риска, связанного с ипотечными кредитами. Федеральное агентство предполагает изучить предложение о принятии обязательств по своевременности выплат в отношении функционирования ипотечных ценных бумаг. С экономической точки зрения, существует мало различий между страхованием результатов функционирования кредита в отношении пула ипотек и страхованием результатов функционирования отдельных ипотек. В любом случае, федеральное агентство зависит от выполнения функций андеррайтинга организаторами ипотеки и возможностей по сбору средств, которыми располагают вспомогательные службы. В качестве федерального органа, АИЖК находится в уникальном положении для диверсификации своего кредитного риска по всем регионам Российской Федерации.

67. В настоящее время АИЖК планирует действовать в качестве механизма обеспечения ликвидности для региональных агентств, а также в качестве распространителя стандартов. Агентство получило государственные гарантии на выпуск облигаций на сумму 2 млрд. рублей и 4,5 млрд. рублей согласно законам о бюджете на 2002 и 2003 годы, соответственно. АИЖК использовало часть ассигнований 2002 года на предоставление общей гарантии на выпуск пятилетних облигаций на сумму 1,1 млрд.

рублей с 10,5-процентным купоном в апреле 2003 года. Эти облигации были проданы коммерческим банкам.

68. Федеральное агентство предполагает использовать поступления от выпуска им облигаций для рефинансирования «первичных агентов», функция которых будет состоять в сопровождении портфелей ценных бумаг и управлении кредитным риском<sup>6</sup>. В качестве первичных агентов будут выступать агентства, поддержку которым оказывают региональные администрации, а также коммерческие банки. Подписанные до сих пор соглашения были все заключены с региональными государственными агентствами<sup>7</sup>.

69. До настоящего времени федеральное агентство приобретало рублевые закладные с фиксированной ставкой по ипотечным векселям в размере 18 процентов. В конечном итоге, их предполагается финансировать с помощью ипотечных ценных бумаг, выпускаемых по ставке 15 процентов, предпочтительно в виде ипотечных сертификатов участия. Разницу предполагается разделить между федеральным агентством, которое оставит себе 1 процент, и первичными агентами, которые оставят себе 2 процента. (В апреле 2003 года федеральное агентство снизило ставку по ипотечным векселям по приобретаемым закладным до 15 процентов.).

70. Объемы кредитования, планируемые для программы на первоначальном этапе, составляют малую долю потребности в жилье и целевых показателей Госстроя в отношении нового строительства жилья. К концу 2003 года федеральное агентство предполагало купить кредиты на сумму 2 млрд. рублей. Исходя из среднего размера квартиры в 60 квадратных метров и среднего баланса по ипотеке в размере 350 000 рублей, агентство должно будет выкупить около 5700 кредитов на жилье общей площадью 340 000 квадратных метров, при том, что контрольная цифра правительства по строительству жилья составляет 70-80 миллионов квадратных метров в год. Лишь небольшая часть имеющегося у федерального агентства финансирования, вероятно, будет направлена в предстоящем году на новое строительство. Большая часть этих ипотечных операций направлена на финансирование улучшения жилищных условий с переездом семей в квартиры большей площади.

71. Выпуск краткосрочных облигаций создает для АИЖК риск потерь, вызванных уменьшением стоимости ценных бумаг в результате снижения процентных ставок. Пятилетние облигации, обеспеченные общей гарантией, которые были выпущены в апреле, идут на финансирование приобретения ипотек с фиксированной ставкой и сроком погашения 20 лет. Подобный выпуск создает для агентства риск потерь, связанных со снижением процентных ставок. Если инфляция и, соответственно, процентные ставки, значительно повысятся ближе к сроку погашения этих облигаций, то

---

<sup>6</sup> В случае дефолта основной агент будет осуществлять выплату непороченного платежа в течение шести месяцев и затем обратит взыскание на имущество в соответствии с инструкцией федерального агентства. Далее федеральное агентство сохраняет за собой право заставить агента выкупить кредит, по которому не производятся выплаты. Федеральное агентство может отказаться от данного варианта в случае катастрофического экономического кризиса в регионе.

<sup>7</sup> Ведутся обсуждения с коммерческими банками.

агентство будет вынуждено заменить их с убытками для себя. Если же инфляция снизится в большей мере, чем это ожидается, то закладные с фиксированной ставкой, служащие основой облигаций, могут быть оплачены раньше срока, и инвесторы, в данном случае государственный пенсионный фонд, потеряют ожидаемый доход.

72. Если необходимо выпустить дополнительные облигации до принятия закона «Об ипотечных ценных бумагах», федеральному агентству следует таким образом структурировать свои облигации, чтобы сбалансировать поток денежных средств по ипотечным, которые оно финансирует. Такие квази-ипотечные облигации были выпущены региональными агентствами в России для использования в качестве средства, обеспечивающего более эффективное управление риском процентной ставки<sup>8</sup>. На эффективно функционирующих рынках нет возможности заработать на спекулятивных сделках с валютой или на изменении процентной ставки. В результате этого, большинство участников финансового рынка избегают брать на себя риск процентной ставки или валютный риск<sup>9</sup>.

73. В тех случаях, когда кредитные организации, которым оказывается правительственная поддержка, брали на себя такой риск, они теряли значительные средства. Например, в 1990-х гг. это произошло с аргентинскими кредитными организациями, предоставлявшими ипотечные кредиты, деноминированные в долларах, а в 1970-х аналогичная ситуация возникла в США, где ссудо-сберегательные ассоциации финансировали долгосрочные активы с фиксированными ставками краткосрочными обязательствами. Для минимизации риска финансовых потерь от колебаний процентной ставки такие ипотечные агентства, как АИЖК обычно хеджируют риск процентной ставки, согласовывая потоки денежных средств по активам и пассивам по срокам<sup>10</sup>. Финансовое учреждение с сбалансированными по срокам потоками денежных средств не потеряет и не увеличит рыночную стоимость активов при изменении процентной ставки. Самый легкий способ согласования сроков – это согласование по срокам потоков денежных средств по активам и пассивам. Если АИЖК не удастся согласовать сроки своих потоков денежных средств, например, финансируя долгосрочные активы краткосрочными обязательствами, оно сталкивается с риском рефинансирования при наступлении срока платежа по обязательству.

74. Как только будет принят закон «Об ипотечных ценных бумагах», агентство намерено выпустить ценные бумаги, обеспеченные ипотекой. Этот выпуск будет осуществлен в форме прямых ипотечных сертификатов участия, поскольку существующий в настоящее время законопроект не предполагает использования мультитраншевой структуры, и в любом случае государственная гарантия позволит

---

<sup>8</sup> Это всего лишь квази ипотечные облигации, поскольку в отсутствие закона «Об ипотечных ценных бумагах» не представляется возможным вывести ипотечное покрытие облигаций из конкурсной массы в интересах инвесторов в случае банкротства эмитента.

<sup>9</sup> Исключение, конечно, составляют такие участники рынка, как инвестиционные банки.

<sup>10</sup> Под сроком понимается чувствительность текущей стоимости потоков денежных средств к изменениям процентных ставок.

избежать принятия дополнительных мер по повышению кредитного рейтинга заемщика, которые обеспечивает мультитраншевая структура. Подобный выпуск облигаций, будь то в форме ипотечной облигации или сертификата участия, мог бы дать агентству возможность применять значительно более качественный метод управления риском, связанным с динамикой процентных ставок.

## **В. АИЖК и развитие ипотечного рынка**

75. Поскольку федеральное агентство будет успешно размещать значительные объемы ипотечных облигаций или сертификатов участия с доходностью, которая не учитывает риск, это будет приводить к искажению ситуации на рынке ипотечного кредитования, а затем и к искажению ситуации на рынке долгосрочных высококачественных инвестиционных инструментов. По всей вероятности, появится раздвоенный рынок с (i) дешевой ипотекой под гарантии правительства для чрезвычайно небольшой части населения с вытекающими проблемами, связанными с отбором участников, (ii) более дорогой ипотекой для более богатых людей, финансируемой частными средствами. Расширение системы дешевой ипотеки будет ограничиваться объемом годовой гарантии, которую правительство будет предоставлять федеральному агентству. На сегодняшний момент такая гарантия охватывает всего лишь крошечную долю спроса на рынке.

76. АИЖК вынуждено определять структуру долгосрочных облигаций и их доходность в условиях рынка, на котором отсутствуют исходные данные для сравнения и система ценообразования на ценные бумаги на основе рисков. На эффективных рынках ссудного капитала инвесторы оценивают облигации в сопоставлении с реальной нормой прибыли для того или иного срока до погашения, добавляя к ней спред для компенсации ожидаемой инфляции, а также дополнительные спреды для учета рисков, например, риска невыполнения эмитентом своих обязательств. Первые два фактора — реальная норма прибыли и ожидаемая инфляция — обычно выступают как два компонента доходности государственных облигаций, которую обычно считают эталонной процентной ставкой при отсутствии риска.

77. В России выпуски государственных облигаций считаются первоклассными, но не свободными от риска дефолта. Сроки погашения государственных облигаций относительно коротки — не более двух лет. С одной стороны, институциональные инвесторы, например, банки и пенсионные фонды, обязаны держать определенную долю своих активов в первоклассных ценных бумагах. С другой стороны, в настоящее время ощущается нехватка первоклассных бумаг. Высокий спрос приводит к диспропорции в ценообразовании на относительно высококачественные государственные ценные бумаги, что приводит к их отрицательной реальной доходности.

78. В результате, наблюдаемая доходность долгосрочных облигаций в России, по-видимому, определяется в такой же мере недостатком предложения, как и инфляционными ожиданиями и кредитным риском. Например, государственные облигации с наибольшим сроком погашения, которые продавались в начале 2003 года, — двухлетние ОФЗ — имели купонный доход в размере 14 процентов, однако продавались

со значительной премией, принеся доход в размере 9,68 процента. И это несмотря на тот факт, что инфляция в 2002 году составила 15,1 процента<sup>11</sup>. При текущих ценах эти облигации показали бы отрицательную реальную доходность, даже если бы инфляция в 2003 году упала до 10 процентов, как прогнозировали некоторые более оптимистичные наблюдатели.

<b>Таблица 1: Индикативные рублевые процентные ставки</b>	
Ставка рефинансирования Центрального Банка	18
Процентная ставка купона по двухгодичным ОФЗ	14
Кредиты юридическим лицам на срок от 1 года до 3 лет	16,1
Кредиты физическим лицам на срок от 1 года до 3 лет	22,7
Ипотечные кредиты на срок 10 лет	23
Долгосрочные депозиты	16,3
Контрольный диапазон инфляции на 2003 год	12-14
Источники: «Бюллетень банковской статистики № 2 (117)», Центральный Банк Российской Федерации, март 2003 г.; «Коммерсант», 4 марта 2003 г.; Участники рынка.	

79. Текущие процентные ставки и уровень инфляции, как представляется, указывают на более высокую доходность, чем доходность, используемая АИЖК или правительством. Как видно из Таблицы 1, доход инвесторов по шестимесячным депозитам может составить 16 процентов. Банки, например, Сбербанк, выдают ипотечные кредиты в рублях по фиксированной ставке 23 процента на срок 10 лет. Контрольный показатель инфляции, установленный федеральным правительством на 2003 год, составляет 12-14 процентов. Если правительство достигнет верхнего предела этого диапазона, то 15-процентные облигации АИЖК показали бы реальную доходность всего в 1 процент, в то время как при 12 процентах облигации принесли бы инвесторам отрицательную реальную доходность.

80. АИЖК могло бы расширить зону своего функционирования, более эффективно используя свои ресурсы на основе применения мер по повышению кредитного рейтинга ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, которые выпускаются банками, или на основе страхования кредитов. Если бы банки могли уменьшить риски с помощью

мер по повышению кредитного рейтинга заемщиков, то они с большей вероятностью согласились бы кредитовать семьи со средними доходами. Подобные меры по повышению кредитного рейтинга заемщиков могут быть реализованы федеральным агентством в различных формах, включая страхование исполнения обязательств по пулам секьюритизированных кредитов и (или) кредитное страхование отдельных кредитов, каждая из которых покрывает ту или иную долю кредитного баланса. Сформированным таким образом первоклассным ценным бумагам, выпущенным частными эмитентами, следует предоставить преимущества государственных ценных бумаг в смысле выполнения требований к ликвидности банков и правомочности использования в качестве обеспечения при повторной покупке. В рамках подобной программы влияние АИЖК могло бы распространиться на гораздо более широкий сегмент рынка.

<sup>11</sup> По прогнозу правительства — 14 процентов. Источник: Госкомстат, согласно докладу Russian Economic Report February 2003. The World Bank, Moscow Office/«Доклад об экономике России, февраль 2003 г.». Всемирный банк, Московское представительство./

### **С. ЗАКЛЮЧЕНИЕ ДОГОВОРОВ МЕЖДУ ФЕДЕРАЛЬНЫМ АГЕНТСТВОМ И РЕГИОНАЛЬНЫМИ АГЕНТСТВАМИ**

81. Федеральное агентство сосредоточило свои усилия на рефинансировании региональных государственных ипотечных агентств путем приобретения их закладных. По состоянию на апрель 2003 года, АИЖК приобрело 108 закладных на общую сумму 49 млн. рублей. К сентябрю 2003 года АИЖК подписало договора с 46 региональными агентствами. В конечном итоге, правительство планирует заключение договоров с агентствами во всех 89 субъектах Российской Федерации.

82. В рамках действующей программы воздействие кредитных рисков на бюджетно-налоговую сферу может привести к быстрому превышению объема имеющихся в том или ином регионе ресурсов. В настоящее время региональные агентства продают кредиты федеральному агентству на условиях полного регресса. В случае неисполнения обязательств по ипотеке, федеральное агентство имеет право потребовать от регионального агентства заменить ипотеку и взять на себя все затраты, связанные с нарушением обязательств. Поскольку объем региональных программ в настоящее время невелик, эффект от неисполнения обязательств в подобных случаях на бюджет остается минимальным. Тем не менее, если масштаб реализации этих программ будет расширяться, то это может привести к значительному воздействию на бюджеты субъектов Федерации, особенно с учетом ограниченности региональных ресурсов.

83. В Таблице 2 проиллюстрирован потенциальный эффект крупных программ кредитования на бюджеты четырех субъектов Федерации. При нынешнем подходе любая кредитная программа значительного объема быстро приведет к превышению общего объема регионального бюджета в трех субъектах федерации за исключением Москвы. Если бы программы кредитования в Самарской, Оренбургской и Иркутской областях увеличились в объеме до уровня, достаточного для финансирования 20 процентов спроса, то объем кредитов более чем вдвое превысил бы общий размер годового регионального бюджета. В случае экономического спада и дефолта 20 процентов соответствующих заемщиков, издержки могли бы более чем вдвое превысить общую величину бюджета жилищной сферы Оренбургской области. В Самарской области аналогичные издержки могли бы превысить региональные расходы на образование и социальную помощь вместе взятые.

<b>Таблица 2: Потенциальный эффект ипотечного кредитования на региональные бюджеты</b>				
	<b>Москва</b>	<b>Самара</b>	<b>Оренбург</b>	<b>Иркутск</b>
Число домашних хозяйств, желающих участвовать в жилищных программах *	1 439 777	524 601	347 932	409 609
Общая величина регионального бюджета на 2002 год **	304 200 000	17 800 000	9 000 000	12,800,000
Ассигнования на жилищное строительство в региональном бюджете на 2002 год **	81 000 000	4 800 000	1 400 000	2 900 000
Средняя сумма кредита **	350	350	350	350
Общий объем по 20% спроса **	100 784 376	36 722 070	24 355 254	28 672 663
Издержки в связи с 20% неисполнением обязательств при доле убытков в случае такового неисполнения 50% **	10 078 438	3 672 207	2 435 525	2 867 266
* Включает 77% домашних хозяйств со средними доходами. ** Тys. рублей.				
Источники: Расчеты Банка; ЦАРН; Госкомстат.				

84. Приведенные данные являются приблизительными оценками, отчасти основанными на результатах обследования, недавно проведенного Центром анализа рынков недвижимости (ЦАРН), согласно которому 77 процентов домашних хозяйств хотели бы улучшить свои жилищные условия. Следует отметить, что если бы те же домашние хозяйства учитывали затраты на приобретение квартир по ценам, полностью отражающим затраты, то они могли бы предпочесть остаться в своем нынешнем жилье. Однако даже если фактический спрос составляет не более половины от уровня выявленного ЦАРН в ходе обследования, то все равно его объем быстро превысил бы объем ресурсов, имеющихся у многих регионов страны.

85. Вместо того, чтобы возлагать кредитный риск исключительно на региональные администрации, следует, чтобы система обеспечивала разделение риска среди участников. Такое разделение риска могло бы стать источником экономических стимулов для повышения качества управления рисками. Например, банку–организатору ипотеки можно предъявить требование о принятии на себя суммы убытков в размере первых 30 процентов кредитного баланса. В отношении следующих 20 процентов баланса АИЖК могло бы предлагать страхование на случай убытков за экономически обоснованную плату, а региональное агентство могло бы предлагать страхование остатка кредита — тоже за экономически обоснованную плату. Это всего лишь одна из возможных схем; распределение долей покрытия убытков может быть и иным. Любое распределение может легко быть спроектировано таким образом, чтобы минимизировать риск, связанный с моральным ущербом, со стороны банка–организатора ипотеки и регионального агентства. Залог успеха состоит в том, чтобы страховать известные риски за экономически обоснованную плату и создавать стимулы для каждого из участников к тщательному управлению рисками.

86. В государственных программах следует поддерживать строгие стандарты финансовой деятельности. В большинстве стран мира государственные ведомства

нацеливают свои усилия либо на создание новых рынков там, где учреждения частного сектора сталкиваются, по их мнению, с чрезмерным риском, либо на оказание услуг тем группам населения, которые испытывают их недостаток, в тех случаях, когда соответствующие услуги недостаточно рентабельны для того, чтобы их оказывали учреждения частного сектора. Подобные цели, тем не менее, не устраняют необходимости в прозрачности, финансовом контроле и выполнении требований к достаточности капитала. В отношении стандартов финансовой деятельности государственными ведомствами следует управлять так же, как и банками. С государственными ведомствами обычно связывают более низкие ожидания в отношении рентабельности и роста, а также вносят коррективы с учетом правил ведения банковской деятельности, отражающие необходимость в учреждениях–депозитариях. Однако нет никаких причин применять к ним иные стандарты финансовой надежности.

87. Региональным агентствам необходимы пруденциальные стандарты, стандарты в отношении достаточности капитала и прочие стандарты финансовой деятельности. Мировой опыт указывает на длинный перечень финансируемых государством ведомств, которые в прошлом несли убытки в результате слабости применявшихся ими стандартов кредитной деятельности. Недавние примеры этого рода включают соответствующие ведомства на Филиппинах и в Мексике. В большинстве случаев подобные убытки потребовали значительной финансовой помощи со стороны национальных правительств. Помимо предъявляемых федеральным агентством требований, касающихся андеррайтинга и резервирования, в настоящее время не существует последовательного набора стандартов финансовой деятельности для региональных агентств. В отношении приобретаемых АИЖК кредитов, оно устанавливает стандарты по андеррайтингу и сопровождению кредитов, а также требование о достаточности капитала, составляющее 10 процентов от объема кредитов, которые каждое агентство продает федеральному агентству. В отношении кредитов, которые финансируются на местах, не устанавливаются общие правила андеррайтинга заемщика, кредитования лиц, имеющих доступ к внутренней информации, концентрации кредитов, системы внутреннего контроля или формирования и использования резерва на возможные потери по ссудам. Агентства Самарской области и Оренбургской области формируют резервы на возможные потери по ссудам только по 10 процентам кредитов, которые они продают федеральному агентству.

88. Субсидирование процентных ставок быстро истощит региональные бюджеты. Большая часть региональных программ рассчитана на домашние хозяйства со средним уровнем доходов. Тем не менее, те из них, что стремятся к достижению посильности финансовой нагрузки, используют для этого субсидирование процентных ставок — вероятно, один из наименее эффективных и наименее прозрачных из существующих типов субсидирования. Субсидирование процентных ставок будет поглощать все большую долю бюджета каждой региональной администрации. По мере организации все большего числа кредитов, будет требоваться все больший объем ресурсов для поддержания одновременно субсидий, обязательства по которым приняты ранее, и субсидий, обязательства по которым принимаются в настоящее время.

89. С экономической точки зрения, более эффективно предоставлять денежные средства населению, чем манипулировать ценами на товары и услуги, чтобы сделать их финансово доступными. Субсидирование процентных ставок искажает рынок

жилищного финансирования, внося диспропорции в его главный механизм ценообразования — процентную ставку по ипотечным кредитам. В той мере, в какой субсидии считают необходимыми, было бы более эффективно предоставлять их в виде единовременной суммы, денежных платежей начального периода, например, в виде субсидирования первоначального взноса или страхования кредитов с целью повышения доли ипотечного кредита в общей стоимости покупаемого жилья.

90. При более высоких процентных ставках затраты на субсидирование первоначальных платежей составляют примерно 80 процентов затрат на субсидирование процентных ставок в терминах текущей стоимости. В Таблице 3 проводится сравнение затрат на субсидирование процентных ставок и первоначальных платежей с использованием допущений о двух уровнях рыночных процентных ставок по ипотеке. В каждом случае размер субсидий в счет первоначального платежа выбирался таким образом, чтобы уменьшить ипотечный платеж до величины, обеспечивающей субсидирование процентных ставок<sup>12</sup>. При относительно более низких рыночных процентных ставках первоначально разница в стоимости между этими субсидиями невелика, однако ипотека с рыночной процентной ставкой не будет блокирована на балансе учреждения–организатора ипотеки.

91. Ипотека по рыночной процентной ставке может служить обеспечением для ипотечной ценной бумаги с такой доходностью, которая будет привлекательной для инвесторов без каких-либо дополнительных субсидий. Таким образом, региональное агентство получит активы, которые оно может продать по рыночным ставкам федеральному агентству или любой иной организации, занимающейся секьюритизацией ипотеки. В этом случае уровень ликвидности в данной системе зависел бы в большей мере от спроса со стороны инвесторов, чем от долгосрочных обязательств региона оказывать поддержку из будущих денежных потоков на поддержание процентных ставок ниже рыночного уровня.

---

<sup>12</sup> В этом случае размер каждой субсидии был бы достаточен для того, чтобы семья, доход которой составляет 5000 рублей в месяц, могла ежемесячно производить выплаты в счет стоимости недорогой квартиры (488 000 рублей).

<b>Таблица 3: Сопоставление параметров субсидирования процентных ставок и первоначальных взносов</b>						
<b>Рыночная ставка по кредитам = 19,6%</b>				<b>Рыночная ставка по кредитам = 15%</b>		
	<b>Кредиты без субсидий</b>	<b>Субсидии на процентные ставки</b>	<b>Субсидии на первоначальные взносы</b>	<b>Кредиты без субсидий</b>	<b>Субсидии на процентные ставки</b>	<b>Субсидии на первоначальные взносы</b>
<b>Текущая стоимость субсидий</b>	-	<b>231 012</b>	<b>180 771</b>	-	<b>142 460</b>	<b>141 686</b>
<b>Экономия при субсидировании первоначальных взносов</b>			<b>50 241</b>			<b>774</b>
<b>Ежемесячные платежи по кредитам</b>	5 703	2 652	2 688	4 503	2 652	2 638
<b>Ставка по ипотечным векселям</b>	19,6%	7,0%	19,6%	15,0%	7,0%	15,0%
<b>Первоначальный взнос со стороны государства</b>	-	-	180 771	-	-	141 686
Допущения:	Кредитный баланс = 342 000 руб. Первоначальный взнос со стороны покупателя = 146 571 руб. Срок кредита = 20 лет.					

92. Сегодня в России объем субсидирования процентных ставок составляет до 20-летнего объема ресурсов по принятым обязательствам. Вряд ли региональные агентства смогут распорядиться этими ресурсами для субсидирования рассчитанных на столь долгий срок обязательств в отношении значительного количества заемщиков. Например, при допущении о том, что рыночная ставка по закладным составляет 15 процентов, если бы Самарская область захотела субсидировать всего лишь 10 процентов домашних хозяйств в такой степени, как это указано в Таблице 4, то на субсидии в номинальном выражении ушло бы 100 миллионов рублей в течение первого года — примерно в 4 раза больше, чем весь бюджет жилищной сферы на 2002 год<sup>13</sup>. Если сейчас на региональном уровне затруднительно финансировать субсидии на покрытие доли процентных ставок, то неясно, как можно ожидать от регионов, что они смогут оказывать поддержку растущему объему подобных субсидий в будущем. Было бы более эффективно предоставлять разовые первоначальные выплаты и искать иные крупномасштабные решения для обеспечения финансовой доступности ипотеки, например, общенациональная программа страхования кредитов для повышения доли кредита в общей стоимости жилья или снижения кредитного спреда.

<sup>13</sup>

Номинальная сумма субсидий здесь означает разницу между рыночной процентной ставкой и ставкой, взимаемой по кредитам для 45 000 единиц жилья, или 10 процентов от тех, кто, возможно, претендовал бы на подобную субсидию. Эту разницу следует записывать в бюджете в терминах текущей стоимости в качестве выпадающего дохода. Источник бюджетных данных: Moody's Analysis (Анализ «Мудис»), Самарская область, декабрь 2002 года.

<b>Таблица 4: Условия кредитования в отдельных региональных ипотечных агентствах</b>				
	<b>Самара</b>	<b>Оренбург</b>	<b>Москва</b>	<b>Иркутск</b>
<b>Средний баланс</b>	342 000 руб.	455 000 руб.	9 млн. руб.	12 500 долл. США
<b>Максимальный срок кредита</b>	25 лет	20 лет	В долл. США: 10 лет В рублях: 20 лет	3-10 лет
<b>Максимальная доля ипотечного кредита в общей стоимости имущества</b>	85%	70%	70%	70%
<b>Процентная ставка</b>	15%-18%	7%-18%	Руб.: 18% Долл.: 18% с учетом динамики курса рубля к доллару США	10% основной суммы кредита в рублях с индексированием по доллару США
<b>Максимальный платеж /доход</b>	35%-40%	30%	30%-50%	30%
<b>Количество кредитов, выданных к настоящему времени</b>	350	1 500	60	80

93. Региональные агентства, созданные в последние годы, еще не достигли значительных объемов деятельности. Как видно из Таблицы 4, за один год работы Московское агентство выдало 60 кредитов, а иркутское — 80 кредитов. Москва планирует продавать ипотеки федеральному агентству. Иркутск не планирует продавать их федеральному агентству и применять его стандарты; Иркутское агентство планирует искать другие источники ликвидности, в том числе дополнительные продажи облигаций. Прочие агентства, например, в Самаре и Оренбурге, в основном выдают кредиты за счет бюджетных средств по ставкам ниже рыночных. Благодаря продолжающейся бюджетной поддержке, объем выданных кредитов в этих регионах значительный, особенно в Оренбургской области, где со времени учреждения агентства в 1996 году выдано 1500 кредитов. Тем не менее даже этот объем мал по сравнению с объемом потенциального спроса в данном регионе.

94. Региональные государственные агентства отличаются друг от друга по источникам финансирования. Капитал некоторых агентств, например, в Иркутске и Москве, предоставляют местные администрации, причем агентства финансируют свои программы кредитования путем сочетания предоставления капитала и выпуска облигаций, обеспеченных общей гарантией, структура которых аналогична структуре

облигаций с ипотечным покрытием<sup>14</sup>. К настоящему времени руководство этими агентствами проявляло сдержанность в принятии кредитного и рыночного рисков и использовании леввереджа.

95. В ближайшем будущем Самарское агентство планирует изменить свой подход к финансированию путем выпуска краткосрочных облигаций, обеспеченных общей гарантией. Оно предполагает купонную ставку в размере 22 процента по облигациям со сроком погашения три года на сумму 20 млн. рублей. Учитывая, что ни одна из залковых не приносит более 18 процентов, этот облигационный выпуск означает немедленный убыток для агентства.

96. Степень стандартизации андеррайтинга повысится за счет продаж АИЖК. Такая стандартизация имеет критически важное значение для развития ипотечных ценных бумаг. Москва и Самара приспособят свои требования к условиям и процедуре андеррайтинга к стандартам федерального агентства. Оренбургское агентство уже приспособило свои стандарты по четырем пулам ипотек, которые оно к настоящему времени продало федеральному агентству. Некоторые региональные агентства, например, Оренбургское агентство, возможно, будут выдавать разные кредиты, часть которых предназначена для продажи федеральному ведомству с соблюдением соответствующих стандартов, а другая — для сохранения у себя без соблюдения тех же стандартов. Некоторые агентства останутся независимыми от федерального агентства и будут обеспечивать финансирование иными способами. Например, Иркутское агентство утверждает, что его стандарты организации ипотеки уже сейчас в достаточной мере отвечают стандартам федерального агентства, но поскольку оно планирует предлагать кредиты только в долларах США, то оно не заинтересовано в более точном соблюдении стандартов федерального агентства.

97. АИЖК способствует развитию рублевых кредитов, что важно для снижения кредитных рисков. Хотя доллары США являются основным средством сбережения для российского населения, кредитование в долларах США влечет за собой валютный риск, который население не способно хеджировать, что может привести к значительному риску платежного кризиса в случае резкой девальвации рубля. По мере падения инфляции, многие региональные агентства перешли на выдачу кредитов в рублях.

98. Как видно из Таблицы 4, Самарское и Оренбургское агентства предлагают только рублевые кредиты, московское агентство — и в долларах США и в рублях, а Иркутское агентство — только в долларах США. В то время как Самарское и Оренбургское агентства ставят своей целью обслуживание семей со средними доходами, Иркутское агентство сознательно нацеливает свою деятельность на верхние двадцать процентов шкалы распределения доходов на своем рынке. Иркутское агентство выразило заинтересованность в предоставлении рублевых кредитов после того, как инфляция стабилизируется на более низком уровне.

---

<sup>14</sup> Эти квази-ипотечные облигации аналогичны по своей финансовой структуре датским ипотечным облигациям в том смысле, что они обеспечивают финансирование облигаций на основе согласования активов и пассивов по суммам и срокам с помощью определенных пулов ипотек. Однако у них отсутствует правовая база для выведения залогового покрытия из конкурсной массы в случае банкротства агентства, так что эти облигации остаются в составе обязательств общего характера соответствующих агентств.

99. Возможности региональных бюджетов ограничены. Учитывая ограниченность ресурсов региональных администраций, соответствующие программы не способны развиваться до сколько-нибудь значительного масштаба до тех пор, пока они финансируются из бюджета. Если бы бюджет Самарской области целиком направлялся на нужды ипотечного кредитования, то можно было бы надеяться на то, что он охватит лишь одну десятую часть домашних хозяйств, которые могли бы пожелать улучшить свои жилищные условия. Региональным агентствам необходимо более интенсивно использовать свои бюджетные ресурсы с тем, чтобы охватить значительное количество заемщиков.

100. Существуют ограниченные средства интенсифицировать использование балансов агентств. Этого можно добиться с помощью двух источников: (i) выпуска облигаций; и (ii) продажи ипотек федеральному агентству. Продажа облигаций ограничена такими факторами, как: финансовое положение соответствующего региона; готовность региона оказывать поддержку агентству как эмитенту; а также отсутствие правовой структуры, поскольку закон об ипотечных ценных бумагах еще не принят. О финансовом положении региона можно отчасти судить по наличию у региона инвестиционного кредитного рейтинга. Тем не менее, даже имеющие рейтинг регионы, например, Самарская область, возможно, должна будет платить больше за выпуск облигаций, обеспеченных общей гарантией, чем сумма их доходов от ипотеки. Ни регионы, имеющие рейтинг, ни регионы без рейтинга не могут осуществлять выпуск настоящих облигаций с ипотечным покрытием или ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, до тех пор, пока Государственная Дума не создаст правовые средства для этого. Пока же некоторые агентства, например, иркутское и московское, выпускают облигации, по схеме аналогичные облигациям с ипотечным покрытием, которые однако лишены необходимых средств правовой защиты, способных сделать их более ценным инструментом, чем обязательства общего характера. Отсутствие правовой структуры, по меньшей мере, повышают стоимость подобных облигаций; возможно также ожидать снижение спроса на подобные облигации, хотя до сих пор объем подписки на каждый выпуск этих облигаций и в Москве, и в Иркутске превышал первоначально намеченные суммы.

101. Правительство Российской Федерации имеет ограниченные возможности по принятию на себя условных обязательств. В результате, потенциал программы АИЖК ограничен ее годовым объемом предоставляемых гарантий по выпускаемым облигациям. Если объем гарантий со стороны федерального правительства не вырастет, он по необходимости будет делиться между все большим числом региональных агентств по мере подписания все большего числа договоров. Это может привести к значительному размыванию и без того небольшой по масштабу программы. Например, в 2003 году Самарское агентство приняло на себя обязательство по продаже кредитов федеральному агентству на сумму 100 миллионов рублей, что составляет около 300 отдельных кредитов. Хотя для данного регионального агентства это означает существенный прирост годовых объемов деятельности, 300 кредитов по сути дела ничто по сравнению с 542 тыс. домашних хозяйств со средними доходами в данном регионе, которые могут потенциально обратиться за ипотечным кредитом.

102. Если только федеральное и местные агентства не примут иную систему ценообразования и предоставления гарантий, их вклад в жилищное финансирование

будет ограниченным. Цены на закладные должны быть достаточными для обеспечения такой доходности ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, которая была бы привлекательной для частных инвесторов. Система предоставления гарантий может принять и иные формы помимо простой государственной гарантии в отношении результатов функционирования облигаций.

103. Величина спредов и величина оплаты должны пересматриваться по мере накопления данных, а по возможности устанавливаться на основе конкуренции. На нынешнем этапе существует мало данных о затратах за прошлые периоды, которые могли бы лечь в основу расчета платы за выдачу и сопровождение ипотеки. Фактически затраты на выдачу и сопровождение ипотечного кредита меняются в соответствии с размером ипотечного портфеля и инвестициями в технологии. Кроме того, не ясно, много ли агентств и банков отслеживают данные о затратах, которые позволили бы им определять стоимость выдачи и сопровождения кредитов. До принятия федеральной программы плата за сопровождение кредитов в разных регионах страны была разной — от 1 процента в Иркутске до 1,5 процента в Оренбурге. Агентства обычно удерживают 0,5 процента в качестве компенсации своих административных издержек и кредитного риска.

104. В рамках федеральной программы первичные агенты будут удерживать годовую плату в размере 2 процента на покрытие всех издержек и рисков. Вряд ли этого достаточно для компенсации инвестиций в системы и персонал, необходимые для начала функционирования ипотечной системы. В нынешнем виде она может явиться препятствием на пути дальнейшего роста и развития конкуренции.

105. Установление платы в размере 1 процента для федерального агентства представляет собой еще одну оценку фактических затрат правительства на приобретение ипотек и обслуживание обеспеченных ими облигаций. В странах с хорошо развитой системой ипотечного финансирования спред за обслуживание составляет всего лишь 0,20 процента годовых. Участникам российского рынка потребуется время на осуществление инвестиций в технологии и персонал для достижения такого же уровня эффективности; сейчас же участники рынка полагают, что издержки у них значительно выше уровней, достигнутых на более развитых рынках. АИЖК следует вести сбор данных, необходимых для установления фактических затрат государства на административное управление кредитами и обеспечиваемых ими облигаций.

106. Инвестиции в технологии и персонал имеют важное значение для региональных агентств. Иркутская, оренбургское, московское и самарское агентство заключают договоры с местными банками на организацию и обслуживание кредитов, управление движением денежных средств и административное управление облигаций, обеспеченных ипотекой. Несмотря на это, каждому региональному агентству будет необходимо инвестировать в системы автоматизации и в персонал для устойчивого управления своим бизнесом. Даже если организация и обслуживание кредитов отданы на подряд местным банкам, будет необходимо ввести мониторинг результатов деятельности поставщиков этих услуг и эффективно управлять сделками с федеральным агентством. Не ясно, все ли региональные агентства получают достаточную бюджетную поддержку при увеличении масштабов деятельности для оплаты издержек, относящихся к: (а) инвестициям в инфраструктуру для мониторинга андеррайтинга и обслуживания кредитов; (б)

выделению капитальных ресурсов на покрытие кредитных рисков; и (в) сохранению субсидирования кредитных ставок, которые являются дорогостоящими для бюджета.

107. АИЖК планирует ввести финансовые санкции на случай, когда первичные агенты оказываются не способны обеспечить предусмотренный договорами объем ипотек. Подобное установление обязательных объемов ипотечного кредитования идет вразрез с функцией механизма по обеспечению ликвидности. Вместо установления цен и количества, федеральному агентству следует рассмотреть возможность позволить региональным агентствам делать предложения по рыночным ставкам и совершать приобретения, если предложенные ставки позволяют создавать ценные бумаги, отвечающие требованиям инвесторов к доходности. Орган по обеспечению ликвидности должен управлять выпуском своих долговых обязательств для минимизации своих рисков и в то же время быть чутким к изменению потребностей в финансировании своих клиентов как главных кредиторов. Производственные требования могут усугубить риски, связанные с моральным ущербом, для федерального агентства или для региональных агентств.

#### **D. СТРАХОВАНИЕ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ**

108. При правильном определении целей и структуры общенациональная схема страхования кредитов на покрытие рисков неисполнения обязательств розничными заемщиками может внести значительный вклад в обеспечение финансовой устойчивости ипотечных кредитов. Хотя страхование кредитов не способно преодолеть трудности, связанные с обращением взыскания на находящееся в залоге имущество, оно может служить стимулом для кредитования со стороны коммерческих банков в течение того времени, которое потребуется правительству для преодоления слабых мест в законодательстве об обращении взыскания на находящееся в залоге имущество.

109. Страхование кредитов может сделать возможным повышение доли ипотечного кредита в общей стоимости имущества путем поглощения части кредитного риска, которая заставляет кредиторов требовать значительного первоначального взноса. Подобная программа обеспечивала бы разделение кредитных рисков с основными кредиторами вроде таких банков, как Сбербанк и Райффайзенбанк и послужило бы для этих последних стимулом к более весомому и активному их участию в ипотечном кредитовании. Страхование кредитов на длительный срок может предоставить банкирам важный стимул к выдаче кредитов с более длительным сроком погашения. Эта функция послужила бы полезным дополнением к ликвидности, предоставляемой федеральным агентством, и к обслуживанию кредитов и управлению кредитными рисками, что осуществляют на местном уровне первичные агенты.

110. Страхование кредитов требует наличия данных за прошлые периоды по когортам выдачи ипотеки с выделением таких позиций, как частота невозврата кредитов в срок и обращения взыскания на находящееся в залоге имущество, количество случаев исправления ситуации, период времени до обращения взыскания на находящееся в залоге имущества и величина убытков в расчете на один кредит, по которому на находящееся в залоге имущество обращено взыскание. Эти данные формируют базу для анализа в целях правильного и прозрачного назначения цен на страховые продукты и

создания достаточных резервов на случай возможных убытков. Подобных данных в России по большому счету еще не существует.

111. Любая программа страхования кредитов требует трех общих этапов, на первом из которых проводился бы анализ существующих данных и разработка информационных стандартов и стандартов андеррайтинга для сбора данных в будущем. Вторым этапом включал бы продажу страховых инструментов по тем или иным, в силу необходимости произвольным, ценам и сбор данных, на базе которых будут основаны более надежные цены. Эта база данных, предположительно, сформирует основу для третьего этапа — развития частной индустрии ипотечного кредитования. На первые два этапа может уйти не менее 5 лет. Впоследствии станет возможным уменьшить риск для правительства путем приобретения перестраховочных инструментов на мировых рынках.

112. Проект страхования ипотечных кредитов — по необходимости федерального уровня ради диверсификации географического риска — является перспективным в смысле содействия развитию ипотечных рынков при условии, что этот проект:

- Будет функционировать в соответствии с профессиональными и разумными стандартами страхования;
- Будет отличаться правильным управлением и регулированием и избежит создания монополии;
- Обеспечит ограниченное страховое покрытие для кредиторов, например, исключит вероятность чрезмерных первоначальных потерь;
- Обеспечит установление и мониторинг разумных стандартов андеррайтинга и обслуживания;
- Обеспечит правильное определение величины страховой премии и ее корректировку с учетом изменения рыночной конъюнктуры;
- Будет должным образом включен в федеральный бюджет с тем, чтобы отразить соответствующие условные обязательства перед правительством.

## **Е. ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

113. Недавние инициативы правового и стратегического характера подготовили почву для ипотечного финансирования в России, о чем свидетельствует ограниченный объем кредитов, предоставленных относительно состоятельным домашним хозяйством. С помощью дальнейших реформ в сфере права, стратегии, регулирования и институционального развития, ипотечное финансирование может внести значительный вклад в развитие экономики России и повышение уровня жизни российского населения.