

*Э.М. Сандоян, доктор экономических наук, профессор Российско-Армянского (Славянского) государственного университета.*

# ВЫБОР НАПРАВЛЕНИЯ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОГО РАЗВИТИЯ РЫНКА ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ В СТРАНАХ С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ

*Согласно наиболее распространенному в научной литературе определению ипотека - это передача заемщиком кредитору права на недвижимость в качестве обеспечения ссуды. В законодательствах наиболее развитых стран под ипотекой в более широком смысле подразумевают помещение ценных бумаг или иной собственности в заклад в качестве обеспечения кредита, в том числе при покупке других ценных бумаг в кредит. При этом имеется в виду, что ссуда направляется на приобретение жилья и предполагает амортизацию в течение определенного срока.*

**Ключевые слова:** ипотека, заемщик, кредитор, ценные бумаги.

Институт ипотеки позволяет привлекать и трансформировать финансовые ресурсы в реальный сектор экономики через сферу недвижимости, строительства, промышленности, строительных материалов и прочие кластеры, создавая фиктивный капитал на базе ценной бумаги. Специфика института ипотечного кредитования заключается в тесной взаимосвязи с рынками капитала и недвижимости, долгосрочности (в развитых странах распространены кредиты сроком до 30 лет и выше) и низких процентных ставках, а также наличии обеспечения возвратности кредита в виде приобретаемого объекта недвижимости.

Исходя из принципов привлечения и размещения долгосрочных ресурсов, в теории жилищных финансов выделяются четыре основные модели ипотечного рынка. На самом деле в "чистом" виде эти модели практически не встречаются, так как относительно развитая финансовая система позволяет сочетать различные механизмы финансирования для максимальной оптимизации процесса перехода сбережений в кредитные ресурсы<sup>1</sup>.

В депозитной модели финансирование ипотечных кредитов осуществляется за счет депозитов кредитора, который одновременно в интегрированном порядке осуществляет все функции по выдаче и обслуживанию кредита, а также управляет всеми сопутствующими рисками. В основном эту модель применяют коммерческие банки с широким спектром услуг, сберегательные банки, специализированные в потребительском кредитовании, а также строительные, сберегательные и кредитные ассоциации<sup>2</sup>.

Альтернативной моделью является модель ипотечных банков, в которой специализированные ипотечные банки создают и обслуживают портфели ипотечных кредитов, которые финансируются за счет выпускаемых ими же ценных бумаг. Эти ценные бумаги являются обязательствами общего характера и обычно приобретаются со стороны институтов с долгосрочными источниками финансирования. Модель существует с середины 1800-х гг. и чаще используется в континентальной Европе (Германии, Дании, Испании), а также в Азии (Индия, Пакистан).

Обычно депозитная модель описывается в рамках "розничного" подхода, т.к. в ней институты работают непосредственно с индивидуальными лицами (без финансовых посредников) как по линии кредитных, так и по линии заемных фондов, а в модели ипотечного банка процесс привлечения фондов осуществляется в рамках "оптового" подхода - от институциональных инвесторов (через финансовых посредников).

Полностью "оптовой" можно назвать модель вторичного ипотечного института, выпускающего облигации на рынок капитала и использующего полученные средства для рефинансирования портфелей первичного рынка. Этот институт также называется "институтом ликвидности" и обычно создается при существенной поддержке государства. Примером могут послужить Федеральные Банки Жилищных Кредитов (США), французский Caisse de Refinancement de Hypothécaire (CRH), Национальный жилищный банк Индии, Национальная корпорация финансирования жилищных ипотек Филиппин, Sagamas в Малайзии<sup>3</sup>.

Наиболее продвинутым подходом финансирования является модель вторичного ипотечного рынка, которая включает продажу ипотечных кредитов (или портфелей кредитов) специализированным институтам - посредникам или отдельно капитализированным институтам специального назначения (ипотечный орган, special purpose vehicles, SPV).

Централизованный институт (орган) вторичного рынка (выпускающий облигации или осуществляющий функции посредничества) может сократить издержки выпуска ценных бумаг<sup>4</sup> при реализации экономии от масштаба, обеспечить гарантии конечным инвесторам, что будет повышать относительную эффективность ценных бумаг и сократит расходы на оценку кредитного риска, поскольку инвестору приходится подвергать андеррайтингу только посредника или страховщика, а не большое число организаций на первичном рынке или индивидуальные кредиты. В принципе, они также сокращают уровень кредитного риска инвесторов через мониторинг кредиторов первичного рынка. Такие институты могут быть созданы со стороны частного сектора, однако в таком случае не будут вызывать достаточного доверия, особенно в рынках с низкой степенью развития рынков капитала, где инвесторы в основном вкладывают деньги в государственные ценные бумаги.

Повышенная эффективность вторичного ипотечного рынка проявляется с точки зрения: (1) привлечения долгосрочных ресурсов с целью расширения финансирования и улучшения риск-менеджмента кредиторов; (2) создания высококачественных ценных бумаг для удовлетворения потребностей развивающихся пенсионных и страховых инвесторов (особенно в странах, где происхо-

дят пенсионные реформы); (3) улучшения конкурентоспособной среды на рынках капитала; (4) повышения доступности ипотечного кредитования путем поощрения рыночного механизма ценообразования ипотечных кредитов.

Основными преимуществами системы вторичного ипотечного рынка над депозитной системой являются: (1) управление риском передачи (в системе вторичного рынка кредитор сразу получает реакцию рынка на качество управления риском передачи, а депозитная система подвержена воздействию этого риска в течение длительного периода, и он сильнее воздействует на экономическую эффективность деятельности); (2) риск процентной ставки в депозитной системе остается у кредитора вместе с портфельным риском, а в системе вторичного рынка может быть диверсифицирован за счет использования внешних долгосрочных источников финансирования; (3) обслуживание кредита на вторичных рынках более эффективно за счет информационного поля и дисциплины, а также высокой специализации, сокращающей цену услуги за счет повышенной конкуренции<sup>5</sup>.

С этой точки зрения для функционирования вторичного рынка ипотечного кредитования необходимыми являются следующие элементы:

(1) защита прав инвесторов (права вступления во владение залогом) и обеспечение чистоты титула на недвижимость, возможность установления первоочередности удовлетворения залоговых требований, а также возможность выкупа и передачи права собственности в разумные сроки;

(2) обеспечение передачи прав по активам и залога;

(3) обеспечение минимальных пошлин и иных расходов, связанных с регистрацией и передачей прав;

(4) обеспечение прозрачности финансового состояния эмитентов долга.

Следует придерживаться политики минимизации издержек на регистрацию прав и выпуск ценных бумаг, а также создания благоприятного налогового поля. С точки зрения регулирования особенно важно создание специального ипотечного органа (ИО) и обеспечение его устойчивого финансового положения. Секьюритизация требует, чтобы ИО имел полные права на переданные ему активы и доходы с их ликвидации, а также обладал правом принимать решения об их ликвидации. Инвесторы, вкладывающие в ипотечные облигации, должны иметь неоспоримые права преимущественного требования на залоговое обеспечение, а также, в идеальном варианте, право преимущества на иные активы в случае недостаточности обеспечения.

Роль государства на вторичном рынке ипотечного кредитования предлагается рассмотреть со следующих основных позиций:

Институты. На стадии становления рынка ипотечного кредитования целесообразным является создание ипотечного органа со стороны государства.

Гарантии. Альтернативой государственному институту является обеспечение государством гарантий для эмитентов ценных бумаг в частном секторе, которые могут быть таргетированными и постепенно сокращаться по мере становления рынка, но иногда приводят к случаям мошенничества и высоким издержкам мониторинга со стороны агентств.

Поддержка рыночной ликвидности может осуществляться со стороны государства для преодоления первоначального застоя и повышения ликвидности на рынке ипотечных ценных бумаг путем следующих мероприятий: 1) поддержка рынка путем осуществления операций репо с принятием ипотечных ценных бумаг в качестве обеспечения со стороны Центрального Банка; 2) обеспечение гарантий, которые будут способствовать развитию частного рынка репо; 3) создание государственного фонда, который будет готов приобретать ипотечные ценные бумаги на вторичном рынке. По возможности следует избегать государственных гарантий на ипотечные ценные бумаги: в качестве маркетмейкера государство имеет серьезный недостаток, связанный с большой вероятностью неблагоприятного отбора передаваемых ему ценных бумаг.

Стимулы инвесторам могут быть обеспечены за счет освобождения доходов с ипотечных ценных бумаг от налогов (например, в случае ипотечных облигаций в Чехии) или сокращения требований к капиталу, предъявляемых к держателю (например, рискованные коэффициенты для ценных бумаг Fannie Mae и Freddie Mac, удерживаемых со стороны банков, равны 20% вместо обычных 50%). Однако такая политика не может способствовать повышению ликвидности за счет выдачи новых ипотечных кредитов: банки могут просто покупать и удерживать ценные бумаги без расширения бизнеса, как в случае Колумбии.

В ЕС Директива о структурах коллективного инвестирования в передаваемые ценные бумаги (Units for Collective Investment in Transferable Securities) придала особый статус ипотечным облигациям в качестве инструментов инвестирования для страховых компаний, инструментов, допускаемых к системе репо Европейского Центрального Банка, а также сократила долю рисков при расчете достаточности капитала банков.

Стимулы эмитентам заключаются в освобождении от государственных и местных налогов, отмене необходимости регистрировать ценные бумаги в Комиссии по ценным бумагам (например, в случае Fannie Mae и Freddie Mac), что сокращает стоимость эмиссии. Вычитание из расчета налогов процентных ставок по ипотечным кредитам

означает расширение фундаментальных налоговых преимуществ для собственников, проживающих в жилье, отсутствие налогообложения скрытых арендных платежей, которые домохозяйства платят сами себе, и низкое (или нулевое) налогообложение доходов на капитал для домохозяйств, которые используют заемные финансы.

Рациональный подход государственного участия в финансировании развивающихся рынков капитала зависит от возможности и относительной стоимости управления рисками, связанными с инвестицией в ипотечные кредиты, что, в свою очередь, зависит от наличия институтов и рынков для управления этими рисками. В целом чем выше степень развития финансовой системы, тем выше вероятность того, что частный сектор сможет эффективно управлять рисками и распределять долгосрочные ресурсы в жилищный сектор.

С целью осуществления сопоставительного анализа для выявления особенностей и тенденций развития институтов ипотечного кредитования в зависимости от особенностей и степени развитости финансового сектора исследуемые 106 стран были сгруппированы по двум ключевым признакам: (а) степень развития банковского посредничества, для оценки которой используется показатель совокупных кредитных вложений банковской системы страны в реальный сектор экономики, в процентах от ВВП, и (б) степень развития рынков капитала, которая характеризуется рыночной капитализацией прошедших листинг-кампаний, выраженной в процентах от ВВП страны. Первый индикатор обозначим через В (от слова Banking), второй - через С (Capitalization). Такой подход обосновывается тем, что наши исследования показали, что ипотека практически в равной степени развита в странах, где наиболее развиты банковские системы или рынки капитала. Поэтому в первую группу условно включены все те страны, у которых показатель В больше 100% и/или показатель С больше 70%, т.е. страны с наиболее развитыми банковскими системами и рынками капитала. Во вторую группу - страны, где  $50\% < B < 100\%$  и/или  $30\% < C < 70\%$ , т.е. страны со средним уровнем развития банковских систем и рынков капитала. В третью же группу - страны, где  $B < 50\%$  и/или  $C < 30\%$ , т.е. страны с низким уровнем развития банковских систем и рынков капитала. Такая классификация обосновывается средними по миру значениями этих показателей, сложившимися по состоянию на 2005 г., когда показатель В составил 150,2%, а показатель С - 99,8%<sup>6</sup>.

В итоге, можно сказать, что, как правило, в странах, где развиты банковские системы, наличествуют также развитые рынки капитала, и наоборот.

В соответствии с отмеченным подходом была осуществлена классификация стран по трем группам. Армения оказалась в третьей группе наряду с

некоторыми постсоветскими странами (Грузия, Молдова, Украина, Азербайджан, Узбекистан, Таджикистан, Киргизия<sup>7</sup>) и некоторыми странами Юго-Восточной Европы (Болгария, Румыния, Македония, Словакия), а также латиноамериканскими и азиатскими странами.

Однако даже по сравнению с большинством стран с наименее развитыми финансовыми сек-

торами в Армении сложились наиболее скромные показатели. Так, по состоянию на 2006 г.  $V=8,9\%$ , а  $C=0,4\%$ . С целью выбора рациональной модели рынка ипотечного кредитования в Армении, мы полагаем, нужно сопоставить опыт различных стран из всех трех групп, особое внимание уделив опыту стран из смежных 2-й и 3-й групп.

**Таблица 1. Объемы рынков ипотечного кредитования европейских стран и США в 2004 г.<sup>8</sup>**

Страна	Ипотечная задолж. (€ млн.)	Рост ипотечной задолженности за 2004г.	Ип. задолж. к ВВП (%)	Ип. задолж. на душу нас., в €	Страна	Ипотечная задолж. (€ млн.)	Рост ип. задолж. за 2004г.	Ип. задолж. к ВВП (%)	Ип. задолж. на душу нас., в €
Австрия	48,064	20.9%	20.3%	5,905	Мальта	1,236	20.6%	28.6%	3,090
Бельгия	88,434	8.2%	31.2%	8,506	Нидерл.	518,115	14.3%	111.1%	31,868
Великобр.	1243261	11.1%	72.5%	20,835	Польша	10,686	22.9%	5.5%	280
Венгрия	7,767	35.1%	9.6%	768	Португалия	70,834	6.9%	52.5%	6,762
Германия	1,157,026	0.1%	52.4%	14,019	Словакия	2,032	82.3%	6.1%	380
Греция	34,052	28.3%	20.6%	3,084	Словения	387	30.3%	1.5%	194
Дания	174,300	6.0%	89.7%	32,292	Финляндия	56,522	10.8%	37.8%	10,829
Испания	384,631	22.9%	45.9%	9,083	Франция	432,300	12.2%	26.2%	7,217
Италия	196,504	13.4%	14.5%	3,395	Чехия	6,576	34.9%	7.6%	644
Ирландия	77,029	29.8%	52.7%	19,125	Швеция	147,163	10.0%	52.7%	16,396
Кипр	2,182	4.6%	17.6%	2,988	Эстония	1,500	57.3%	16.6%	1,110
Латвия	1,273	67.5%	11.5%	549	ЕС (15 членов)	4,566,198	9.6%	46.4%	11,931
Литва	1,258	88.3%	7.0%	365	ЕС (25 членов)	4,670,736	9.7%	45.3%	10,223
Люксемб.	8,797	12.3%	34.3%	19,480	США	7,568,200	13.8%	64.5%	25,772

Источник: Составлена и рассчитана автором по данным Европейской ипотечной федерации - European Mortgage Federation. Overview of EU residential mortgage markets 2004 ([www.hypo.org](http://www.hypo.org)).

Еще одним важным показателем, характеризующим степень развитости рынков ипотечного кредитования, является показатель задолженности по ипотечным кредитам в расчете на душу населения. По этому показателю Армения наиболее приближена к РФ. Объем ипотечного кредитования в Армении на конец 2006 г. составил около 48 млн. долларов США, что означает порядка 15 долларов США ипотечной задолженности на душу населения. В России на конец 2006 г. ипотечные кредиты составили 3,9 млрд. долларов США, что составляет приблизительно 27 долларов США в расчете на душу населения<sup>9</sup>. В Казахстане, например, этот показатель значительно выше, и к концу 2006 г. ипотечная задолженность составила около 2 млрд. долларов США или 133 доллара США на душу населения. Если сопоставить эти данные с ипотечной задолженностью на душу населения в наиболее развитых рынках США и Европы (см. таблицу 1), где она сопоставима с национальным доходом на душу населения, можно увидеть реальный разрыв между этими странами и странами СНГ.

Исходя из вышеотмеченного, был осуществлен подробный анализ американской и европейских моделей ипотечного кредитования, а также исследован опыт некоторых менее развитых стран, которым удалось создать достаточно эффективные рынки ипотечного кредитования (Чили, Бразилия, Мексика, некоторые азиатские страны). Не менее важен опыт постсоциалистических стран, а также иных стран, подпадающих в одну категорию с Арменией, которые преимущественно можно представить в региональной категории стран Юго-Восточной Европы и стран постсоветского пространства.

Основываясь на результатах вышеупомянутого анализа, можно выдвинуть следующие направления развития:

Направление 1. Выбор и развитие конкретной модели ипотечного кредитования в стране обусловлены степенью развития институтов финансового сектора и в первую очередь банковской системы и рынка капитала.

Направление 2. Создание и развитие системы негосударственного пенсионного страхования

ление рынка ипотечного кредитования.

Направление 3. Созданию вторичных рынков ипотечных кредитов не обязательно должно предшествовать наличие зрелых первичных рынков ипотечного кредитования. Более того, в большинстве случаев именно правильно построенные вторичные рынки могут обеспечить достижение уровня зрелости на первичных рынках кредитования.

Исходя из вышеприведенного обобщения направлений развития, можно представить следующие общие тенденции становления моделей рынка ипотечного кредитования:

- В странах, имеющих равномерно развитый либо "рыночно-ориентированный" финансовый сектор, обычно можно наблюдать активно развитые первичные и вторичные рынки ипотечного кредитования (опыт США, Великобритании, Австралии, Канады<sup>10</sup>, Гонконга, Таиланда, Малайзии).

- В странах, имеющих высокое, но асимметричное развитие финансового сектора в сторону "банковско-ориентированной" системы, имеются развитые первичные рынки ипотечного кредитования, но существование развитых вторичных рынков не является нормой (опыт Германии и Дании, где вторичные рынки относительно не развиты, и Китая, где при относительно развитом первичном рынке секьюритизация находится в зачаточной стадии развития, исключением являются Италия и Корея, однако последняя на сегодняшний день уже и по уровню развития рынка капитала вышла на самые передовые позиции в мире).

- В странах с низкоразвитыми финансовыми рынками наиболее успешные и эффективные ис-

тории развития рынков ипотечного кредитования преимущественно обусловлены задействованием механизма вторичных рынков ипотечных кредитов (опыт Чили, Бразилии, Мексики, Колумбии, Казахстана, Чехии, Болгарии, Хорватии).

- Созданию успешных вторичных (и, следовательно, первичных) рынков ипотечного кредитования предшествовала пенсионная реформа с созданием негосударственных пенсионных фондов, которые обеспечивали значительный уровень инвестиций в ипотечные ценные бумаги. Данная тенденция преимущественно проявляется в развивающихся странах, где можно отчетливо проследить причинно-следственную связь между пенсионной реформой и развитием рынка ипотечного кредитования (опыт Чили, Бразилии, России, Мексики, Сингапура, Хорватии), в то время как в более развитых экономиках эта связь хотя и присутствует, но рассматривается в качестве естественного явления, что ее изучение сегодня неактуально.

На основании изучения опыта более 50<sup>11</sup> стран мира можно отметить, что третье направление развития является наиболее рациональным подходом для Армении. Поэтому следует использовать опыт таких стран, как Чили, Бразилия, Сингапур, Хорватия, где созданию успешных вторичных (и, следовательно, первичных) рынков ипотечного кредитования предшествовала пенсионная реформа с созданием негосударственных пенсионных фондов, которые обеспечивали значительный уровень инвестиций в ипотечные ценные бумаги.

## ПРИМЕЧАНИЯ

1. При эмитировании собственником объекта недвижимости первичных, вторичных и т.д. закладных оборотных средств увеличиваются на величину образующегося фиктивного капитала.

2. Lea, Michael J., The Applicability of Secondary Mortgage Markets to Developing countries.// International Union for Housing Finance: "Secondary Mortgage Markets: International Perspectives", pp. 20 - 27. 1998.

3. Pollock, Alex J., Simplicity Versus Complexity in the Evaluation of Housing Finance Systems.// International Union for Housing Finance: "Secondary Mortgage Markets: International Perspectives", pp. 16-19. 1998.

4. Chiquier, Loic, Olivier Hassler and Michael Lea., Mortgage Securities in Emerging Markets.// Financial Sector Operations and Policy Department. The World Bank. WB Policy Research WP 3370, SSRN 625247. August 2004.

5. Guttentag, Jack, Secondary Market-Based Versus Depository-Based Housing Finance Systems.// International Union for Housing Finance: "Secondary Mortgage Markets: International Perspectives", pp. 12-15. 1998.

6. Здесь и далее мы использовали статистическую базу Всемирного Банка World Bank: World Development Indicators, 2007 - <http://devdata.worldbank.org/dataonline>.

7. По Белоруссии и Туркменистану данные отсутствуют.

8. Наиболее свежие данные по емкости рынка ипотечного кредитования США и европейских стран датируются 2004 годом

9. Для Казахстана и России мы использовали данные Всемирного Банка по численности населения по состоянию на 2003 г.

10. Опыт Канады не был представлен, исходя из того, что канадский рынок был почти полностью смоделирован на основании американской модели с созданием секьюритизирующей структуры *Cannie Mae* и внедрением сложных структурированных бумаг в виде обеспеченных ипотечными ценными бумагами долговых инструментов. Этап становления канадского рынка подробно изложен в труде Джонса (См. Jones, Lawrence D., *The Evolving Canadian Housing Finance System and the Role of Government.*// International Union for Housing Finance: "Secondary Mortgage Markets: International Perspectives", pp. 89-97. 1998.

11. Исходя из соображений краткости, мы не представили опыт изученных нами стран, оставляя, однако, за собой право включить его в обобщающие выводы.