

На правах рукописи

**МУТОВИН СЕРГЕЙ ИЛЛАРИОНОВИЧ**

**РЕФИНАНСИРОВАНИЕ ИПОТЕЧНОГО ЖИЛИЩНОГО  
КРЕДИТОВАНИЯ СРЕДСТВАМИ НАКОПИТЕЛЬНОЙ  
ПЕНСИОННОЙ СИСТЕМЫ**

Специальности: 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Москва 2003

Работа выполнена на кафедре проблем рынка и хозяйственного механизма Академии народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации.

Научный руководитель -	доктор экономических наук УЛЮКАЕВ Алексей Валентинович
Официальные оппоненты -	доктор экономических наук профессор РОГОВА Ольга Леонидовна кандидат экономических наук ЧАЛОВА Алла Юрьевна
Ведущая организация -	Всероссийский заочный финансово-экономический институт

Защита состоится 23 октября 2003 года в 15 час. в ауд. 512 на заседании диссертационного совета К 504.001.01 по защите диссертаций на соискание ученой степени кандидата экономических наук в Академии народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации по адресу: 119571, Москва, проспект Вернадского, 82.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Академии народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации.

Автореферат разослан «22» сентября 2003 года.

Ученый секретарь  
диссертационного совета К 504.001.01  
д.э.н, доцент

С.Н.Капустин

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** В течение нескольких столетий своего развития система ипотечного жилищного кредитования (ИЖК) доказала свою эффективность в решении важных социально-экономических задач, таких как решение жилищной проблемы, стабилизация финансовой системы и экономики в целом. Позитивный международный опыт развития стран с переходной экономикой показывает, что уверенный и постоянный экономический рост и увеличение спроса товаров на потребительском рынке можно обеспечить опережающим ростом рынков недвижимости, капитала и кардинальным реформированием финансовой системы страны.

В Российской Федерации создан ряд условий для развития системы ИЖК. Интеграция зарождающихся и трансформирующихся элементов системы ИЖК, на основе мирового опыта и современных информационных технологий, должна стать ключевым звеном стратегии социально-экономического развития Российской Федерации.

Задача внедрения механизма ИЖК в России могла бы свестись к адаптации одной из действующих в мировой практике систем. Однако ни одна из западных моделей ИЖК к настоящему времени не получила широкомасштабного распространения, что обусловлено недооценкой экономических условий и специфики переходного периода экономики современной России.

В то же время в России с 2002 г. началась реформа пенсионного обеспечения (ПО), суть которой - переход к накопительной пенсионной системе (НПС). Инвестиции пенсионных фондов (ПФ) позитивным образом влияют на общее развитие экономики. Сегодня на российских финансовых рынках ощущается острая нехватка надежных инструментов для вложения средств. В России только начинает формироваться вторичный рынок ипотечных ценных бумаг. Его развитие позволит надежно сохранить средства НПС и сделать получение ипотечных кредитов доступным большому количеству людей.

Таким образом, открывается возможность объединения двух крупнейших социальных программ – ИЖК и ПО. Это определяет важность проведения исследований и обоснование направлений в разработке мероприятий по созданию механизмов взаимодействия ИЖК и НПС в России. Пенсионная реформа и жилищная проблема затрагивает интересы большинства населения России. Необходимость и важность научно обоснованных, социально ориентированных и экономически оправданных преобразований в пенсионной сфере и жилищном строительстве

обуславливает особую актуальность комплексного решения проблем развития ипотеки и пенсионной реформы.

**Цель и задачи работы.** Целью исследования является анализ и разработка механизма рефинансирования ИЖК средствами НПС в России, что обуславливает необходимость комплексного решения следующих основных задач:

- провести анализ принципов ИЖК в зарубежных странах, обобщить опыт построения и функционирования ипотеки;
- рассмотреть принципы и структуру российской ипотеки, провести анализ имеющего в России опыта ИЖК;
- проанализировать и обобщить мировой опыт взаимодействия ИЖК и ПО как в развитых странах, так и в развивающихся странах, а также в странах с переходной экономикой;
- провести анализ существующего и разрабатываемого законодательства, регулирующего вопросы рефинансирования ИЖК средствами НПС;
- разработать предложения по организации и оптимизации процесса рефинансирования ИЖК средствами НПС в России.

**Объектом исследования** являются взаимодействие ИЖК и ПО.

**Предметом исследования** служит механизм рефинансирования ИЖК средствами НПС.

**Теоретической и методологической базой** исследования являются нормативно-правовые документы РФ, регламентирующие ИЖК и инвестирование пенсионных денег, результаты теоретических исследований отечественных и зарубежных авторов, анализ публикаций в области ипотеки и пенсионной реформы, оценки отечественных и зарубежных ипотечных рынков, примеры ипотеки в российских регионах. Информационной базой исследования в диссертации явились данные Госкомстата РФ, Госстроя РФ, Минэкономразвития РФ, материалы, опубликованные в периодической печати.

**Научная новизна** диссертационного исследования:

1. дана обобщенная оценка рисков ИЖК в России, показано, что важнейшим фактором возникновения крупных российских ипотечных рисков являются завышенные цены на недвижимость;
2. получена прогнозная оценка опасности возникновения при развитии ипотеки в России «ипотечной западни», при которой происходит понижение рыночной стоимости заложенной недвижимости в период ИЖК;
3. обосновано, что используемые в России ипотечные схемы эффективно функционируют только под жестким контролем местных администраций с соответствующими дополнительными гарантиями и

- льготами, местным страхованием накоплений и последующего кредитования и интеграцией в систему общего жилищного финансирования строительства и кредитования покупки жилья;
4. проведена оценка роли региональных ценных бумаг для привлечения средств в жилищный сектор;
  5. разработана модель рефинансирования ИЖК средствами НПС, интегрированная в общую инвестиционную технологию.

**Практическая значимость** диссертационной работы заключается в разработке методики рефинансирования ИЖК средствами НПС, которая была использована при формировании целевой программы «Развитие жилищного строительства в Красноярском крае на основе механизмов ипотечного кредитования на 2001 - 2005 годы».

**Публикации.** По проблемам, рассматриваемым в диссертационном исследовании, автором опубликовано 7 работ, общим объемом 74,81 п.л. (лично автором - 19,28 п. л.), из которых 4 монографии.

**Структура работы.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы. Основная часть исследования изложена на 158 страницах, текст иллюстрирован 2 рисунками.

## **ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ**

**Первая глава** «Мировой опыт и аспекты ипотеки» содержит обзор развития ИЖК, мирового опыта ипотеки как в развитых, так и в развивающихся странах, анализ современных конструкций ипотеки и ее экономических и юридических аспектов.

В странах с развитой экономикой система ИЖК является частью финансового рынка. В зависимости от национальных особенностей и исторического пути создания различаются несколько разновидностей классических систем ИЖК. Основная суть их отличия кроется в особенностях механизма рефинансирования.

В мировой практике сложились 2 финансовые схемы:

1) одноуровневая (европейская) схема включающая в себя 2 общих типа кредитных институтов долгосрочного кредитования: а) ссудно-сберегательные учреждения, б) ипотечные банки (классическая континентальная модель);

2) двухуровневая (американская) схема (с вторичным рынком ипотечного кредита).

В одноуровневой только заемщик и кредитор связаны ипотечным кредитом, при этом в ссудно-сберегательных институтах заемщик является одновременно учредителем, а ипотечные банки привлекают как

краткосрочные ресурсы, так и долгосрочные (обычно путем продаже своих собственных ценных бумаг – закладных листов).

В двухуровневой схеме первичные кредиторы являются всего лишь финансовыми посредниками. Главный элемент двухуровневой схемы – процесс секьюритизации (превращения пула банковских неликвидных ипотечных кредитов в ликвидные ипотечные ценные бумаги). Основа двухуровневой схемы – правительственные агентства, которые обладают государственными гарантиями на покупку ипотечных кредитов. В целях снижения рисков финансовой системы они вводят единые стандарты ипотечного кредитования, основой которых являются базовые критерии и параметры долгосрочного кредита.

Отсутствие в странах с переходной экономикой необходимой рыночной структуры, качественного и эффективного законодательства, подготовленных кадров, времени и долгосрочных средств для становления классической или двухуровневой модели кредитования ставят ссудно-сберегательные институты в положение основообразующих, так как данные технологические схемы финансирования являются наиболее стабильными и устойчивыми, они довольно дешевы, организационно более легкие, достаточно быстро ориентируемые практически к любому правовому полю.

В дореволюционной России, как и во всей Европе, действовала так называемая одноуровневая система. Суть одноуровневой системы ипотечного кредитования (см. рис. 1) состоит в том, что выдавший ипотечный кредит банк самостоятельно рефинансирует ипотечные кредиты за счет выпуска ипотечных ценных бумаг облигационного типа - закладных листов. Выпуск и обращение закладных листов регулируются специальным законодательством и отличаются от регулирования выпуска облигаций. Деятельность ипотечных банков строго контролируется государством и органами банковского надзора. Основным достоинством одноуровневой модели является сравнительная дешевизна ее организации по отношению к двухуровневой модели, что существенно снижает стоимость кредита для заемщика. Кроме того, одноуровневая модель более проста в законодательном регулировании.

Рассматривая современный европейский опыт, отметим также, что особого внимания заслуживает изучение наиболее простого варианта одноуровневой системы – ссудосберегательные кассы (ССК). Она удачно сочетает механизмы накопления с механизмами кредитования граждан, а также с мерами государственной поддержки и стимулирования. ССК сбалансированная автономная модель. В ССК кредитные ресурсы не заимствуются на открытом рынке капиталов, а целенаправленно формируются за счет привлечения сбережений будущих заемщиков по принципу кассы взаимопомощи. В рамках этой модели право на получение

ссуды возникает у заемщика только в том случае, если ранее он направлял в систему свои временно свободные денежные средства, причем сумма сбережений должна быть примерно равной сумме кредита, на который он вправе рассчитывать. ССК менее других зависит от общего состояния финансово-кредитного рынка в силу своей автономности.

В США действует двухуровневая система ипотечного кредитования. Суть двухуровневой системы (рис. 2) состоит в том, что ипотечные кредиты, сделанные на первичном ипотечном рынке, переуступаются агентствам, специально созданным при участии государства. Эти агентства могут поступить с полученными ипотечными кредитами различными способами: переуступить их вторичным инвесторам, сформировать из единообразных ипотечных кредитов пулы и продать вторичным инвесторам такие неделимые пулы ипотек или же права участия (доли) в таких пулах, выпустить и разместить ипотечные ценные бумаги. Обобщая опыт функционирования двухуровневой системы, можно сделать следующие выводы:

- отрасль ипотечных кредитов может явиться катализатором развития отрасли жилищного строительства и экономики страны;
- ипотечные кредиты, выданные на первичном ипотечном рынке, переуступаются ипотечным агентствам, которые могут сформировать из единообразных ипотечных кредитов пулы и выпустить ипотечные ценные бумаги;
- механизм двухуровневой модели более сложен, чем одноуровневый, и требует дополнительных затрат на свое содержание;
- государство играет решающую роль в становлении и ускорении развития ипотечного рынка;
- решающее значение в системе ИЖК имеет обеспечение выхода на рынки ценных бумаг;
- развитие системы ИЖК сопряжено с одновременным эволюционным развитием основных сегментов экономики: кредитно-финансовой системы, рынка капитала, промышленно-строительного комплекса и инфраструктуры рынка жилья.

Анализ примеров применения в различных странах двух описанных моделей ипотечного кредитования позволяет заключить, что каждая из них находит свое применение в зависимости как от исторически сложившихся основ законодательства и организации кредитного дела, так и от современных тенденций деловой практики и законотворчества, включая прямое участие государства в организации ипотечного кредитования.

Изучение исторического опыта создания системы ИЖК позволяет не только понимать основные правовые и экономические стороны вопроса, но и учитывать последовательность ее формирования, а также факторы влияния

экономических условий внешней среды на систему. Основные этапы формирования ипотеки:

1) создание института первичной ипотеки. На этом этапе происходят первые попытки стандартизации оформления долговых обязательств заемщиков с использованием залога недвижимости и предоставлением дополнительных гарантий;

2) формирование вторичного рынка ипотеки и механизма повышения ликвидности эмиссионных ценных бумаг. На этом этапе появляются специализированные кредитно-финансовые учреждения, которые производят эмиссию "закладных листов" стандартного образца без указания конкретного имущества, отвечающего по обязательствам;

3) интеграция территориальных систем ИЖК в национальные и дальнейшим совершенствование финансовых инструментов вторичного рынка.

Процесс создания системы ИЖК способствует стабилизации экономики страны, что происходит за счет привлечения инвестиций в реальный сектор экономики и укрепления финансового рынка. В частности, при восстановлении послевоенной Германии, как и во времена Великой американской депрессии, механизм ипотечного кредитования использовался, как одна из основных мер вывода экономики этих стран из глубокого кризиса.

**Во второй главе** «Развитие ипотеки в России» проведен анализ имеющего столичного и регионального опыта ипотеки, выделены условия, проблемы и перспективные направления развития ИЖК в России.

Ипотека в России сталкивается с рядом серьезных проблем:

- высокие процентные ставки и короткий срок кредита;
- непрозрачные для банка источники дохода заемщиков ИЖК;
- рискованность различных небанковских форм привлечения средств граждан;
- отсутствие рынка ипотечных облигаций.
- трудно выселить неплательщика ипотечного кредита из полученной по ипотеке квартире;
- отсутствие эффективного механизма обращения ипотечных ценных бумаг;
- неразвитость строительного комплекса;
- психологическая неготовность российского общества принять саму идею покупки жилья в кредит на длительный срок.

На самых крупных столичных рынках недвижимости была в свое время сделана попытка внедрить как двухуровневую, так и одноуровневую системы



модели ипотеки. Однако фактор массовости ипотечного кредитования населения не был достигнут.

Обсуждая проблему адаптации одноуровневой системы ИЖК в России, отмечу, что представляется маловероятным массовый социально-значимый рынок ИЖК условиях предъявления к ипотечным банкам универсальных нормативов как к любым иным коммерческим банкам. Несовершенство современного российского законодательства делает работу потенциальных участников этого рынка невыгодной. Выходом из этой проблемы является принятие специального закона об ипотечных банках, устанавливающего особые нормативы деятельности; правового режима эмиссионных ценных бумаг; форм и методов государственного контроля над операциями ипотечных банков с этими бумагами. Эти меры должны снизить издержки участников рынка ипотечного кредитования и обеспечить работоспособность системы. Помимо банковского кредитования активно развиваются в последнее время контрактные сбережения, например, ссудно-сберегательные кассы (ССК) в Москве.

Двухуровневая модель ИЖК нуждается в развитом земельном и фондовом рынках, образующих ту корневую систему ипотеки, с которой в других странах работают многочисленные инвестиционные и пенсионные фонды и страховые компании. Отсутствие таких рынков не позволяет создать массовую ипотеку. До тех пор, пока не будет обеспечена ликвидность эмиссионных ипотечных ценных бумаг, трудно ожидать формирования значимого ипотечного сегмента фондового рынка, такого, каким он является в Соединенных Штатах Америки.

В настоящее время эффективным путем к развитию ипотеки является создание рынка ипотечных облигаций. Ипотечные облигации и институт вторичного ипотечного рынка - это именно те механизмы, которые позволят операторам первичного ипотечного рынка привлекать дешевые и долгосрочные ресурсы. Для развития рынка ипотечных облигаций нужно создать инфраструктуру ипотечного рынка, то есть сформировать механизм взаимодействия участников, определить отношения между банками и другими держателями ипотечных облигаций, профессиональными участниками фондового рынка.

Эффективные в российских условиях ипотечные схемы активно ищут в регионах. Однако во многих региональных ипотечных программах не содержится механизмов рефинансирования организаций – кредиторов, что ставит под сомнение их перспективность при отсутствии бюджетного финансирования.

В большинстве крупных городов пытаются реализовать классические ипотечные варианты, которые сложились в США и Германии и которые

действительно требуют либо богатых, либо среднеобеспеченных людей. Кредит в размере 70% стоимости жилья способны взять примерно 7% населения, в то же время граждан, способных расплатиться за кредит в 30% стоимости квартиры, от 30 до 50% населения. Следовательно, возможно эффективное массовое использование поэтапной ипотеки, основанных на вложениях уже накопленного богатства, например, имеющегося жилья, и организации «цепочки» улучшающих свои жилищные условия.

Можно выделить следующие ключевые направления деятельности развития ипотеки в России:

- формирование эффективного рынка эмиссионных ипотечных ценных бумаг;
- создание условий для привлечения кредитных организаций на рынок ипотечных кредитов;
- формирование первичных рынков ипотечных кредитов (развитие региональной инфраструктуры ИЖК и т.д.) и их интеграция;
- формирование эффективного комплекса мероприятий по управлению рисками, разработка концепции, институтов и механизмов государственного и коммерческого страхования ипотечных кредитных рисков; совершенствование системы государственных гарантий по обязательствам эмитентов ипотечных ценных бумаг;
- разработка и реализация схем и механизмов, обеспечивающих возможность привлечения в систему ИЖК средств пенсионных фондов;
- совершенствование форм и механизмов государственной поддержки, включая льготный налоговый режим для участников системы ИЖК, стимулирующий ее массовое распространение;
- разработка комплекса нормативных правовых актов и организационных мер, обеспечивающих надежную защиту прав и интересов участников системы ИЖК,
- разработка и реализация организационно-правовых мер, направленных на подготовку профессиональных кадров ипотечного рынка, осуществление агитационно-пропагандистской деятельности;
- развитие международных контактов с соответствующими институтами стран с развитой системой ИЖК и международными финансовыми организациями в целях получения технической помощи на стадии становления системы и создания условий для привлечения к рефинансированию системы крупных западных инвесторов.

Несмотря на немалый объем работ, проведенных в последние три года, заложен лишь фундамент системы ипотечного жилищного кредитования. Главное: необходимо формирование и развитие первичного и вторичного рынков ипотечных кредитов.

Закон "Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации" утверждает, что пенсионные накопления могут быть размещены, в том числе, в эмиссионных ипотечных ценных бумагах. Сегодня на российских финансовых рынках ощущается острая нехватка надежных инструментов для вложения средств. ПФР готов разместить средства НПС в ипотечные облигации федерального ипотечного Агентства, гарантированные государством и обеспеченные сформированными первичными ипотечными активами. Важную роль в качестве инвестора могут также сыграть НПФ. Тем самым открывается возможность объединения двух крупнейших социальных программ - ипотечного жилищного кредитования и пенсионной системы.

**В третьей главе** «Развитие ипотеки и пенсионной реформы в России» дается краткая характеристика пенсионной реформы в России, указывается на перспективность вложения пенсионных средств в ипотеку, выделяется основной механизм рефинансирования ИЖК средствами НПС – ипотечные ценные бумаги, анализируется состояние и тенденции формирующегося рынка ипотечных ценных бумаг (на основе соответствующих законопроектов).

В России с 2002 г. началась пенсионная реформа, суть которой - переход на накопительную пенсионную систему (НПС). Отличительной чертой пенсионной реформы в России является полное отсутствие финансирования ее со стороны государства, вся тяжесть реформы падает на плечи нынешнего поколения пенсионеров. Такое положение чревато серьезным социальным взрывом, а также и политическими проблемами, потому что 38 млн. пенсионеров образуют самую многочисленную и дисциплинированную группу избирателей в России. В настоящее время стратегия пенсионной реформы в России нуждается в корректировке и в государственном финансировании, что и позволит перейти к НПС за достаточно короткое время и равномерно распределить затраты реформирования между поколениями. При обсуждении вопросов инвестирования средств НПС в ИЖК нужно эти обстоятельства тщательно учитывать.

Инвестиции пенсионных фондов позитивным образом влияют на общее развитие экономики в странах с переходной экономикой. В значительной степени именно создание НПС позволило поднять уровень внутренних сбережений. На первых этапах пенсионной реформы государство в таких

странах вначале больше заботилось о надежности и разрешало вкладывать деньги лишь в государственные ценные бумаги и ипотечные облигации.

В России только начал формироваться вторичный рынок ипотечных кредитов. Его развитие позволит надежно сохранить средства НПС и сделать получение ипотечных кредитов доступным большому количеству людей. Центральным механизмом рефинансирования ИЖК средствами НПС являются ипотечные ценные бумаги. Однако при это необходимо отметить:

- ипотечные ценные бумаги не являются универсальным средством решения всех проблем жилищного строительства в России, как это часто утверждается. В лучшем случае ипотека может способствовать притоку капитала вторичного рынка в сектор строительства;
- ипотечные ценные бумаги не могут иметь кредитный рейтинг выше рейтинга их гаранта - государства.
- процентную ставку нельзя существенно (например, на 5%) снизить с помощью государственных гарантий, потому что такие гарантии избавляют ипотечные ценные бумаги только от риска дефолта. Но риск досрочного погашения ипотечных кредитов обеспечения и другие риски остаются.

В законопроекте «О ипотечных эмиссионных ценных бумагах» предлагается 2 типа ипотечных ценных бумаг: ипотечная облигация и ипотечные сертификаты. Анализ законопроекта показывает, что предлагаемые типы ипотечных ценных бумаг обладают рядом недостатков. Основные недостатки ипотечной облигации, описываемой в законопроекте:

- вплоть до погашения номинала облигации ипотечному агентству приходится управлять все увеличивающейся рублевой позицией, образующейся в результате плановых и досрочных погашений балансов кредитов обеспечения;
- под каждую эмиссию облигаций необходимо формировать и управлять отдельным портфелем дополнительного покрытия;
- для управления такими портфелями ипотечному агентству придется держать штат высокооплачиваемых портфельных менеджеров или нанимать специализированную фирму. Все эти расходы должны быть оплачены из доходов, генерируемых активами ипотечного покрытия;
- все валютные риски и риски управления портфелем дополнительного покрытия ложатся на ипотечное агентство;
- осуществить эффективный контроль за тем, каким образом ипотечное агентство управляет валютой и портфелем дополнительного покрытия, весьма трудно, что открывает широкие возможности для злоупотреблений;

- наличие портфеля дополнительного покрытия в обеспечении ипотечных ценных бумаг, в российских условиях существенно понижает их кредитный рейтинг. Это в свою очередь приводит к необходимости повышения доходности самих облигаций, которая ограничена доходностью ипотечных кредитов.

Ипотечные сертификаты продуманы гораздо лучше, но и они имеют ряд недостатков: риск управления рублевой позицией, незащищенность инвестора, непродуманность концепции доверительного управления, надуманные конструкции типа «общего собрания держателей сертификатов».

Агентством по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК) предлагается в настоящий момент следующий порядок рефинансирования ИЖК средствами НПС. Коммерческие банки выдают ипотечные кредиты населению по правилам, разработанным Агентством, а оно готово через свои представительства в регионах выкупать закладные и таким образом обеспечивать банкам рефинансирование. На сумму выкупленных кредитов АИЖК выпускает ипотечные ценные бумаги, обеспеченные государственными гарантиями. Как полагают в агентстве, покупателем ипотечных бумаг должен стать ПФР. Впоследствии, как ожидается, к нему могут присоединиться НПФ и страховые компании. Вначале АИЖК планирует выпустить не ипотечные ценные бумаги, обеспеченные недвижимостью, а корпоративные облигации. Эмиссия будет выпускаться траншами по мере накопления выкупленных закладных. При таком порядке рефинансирования возникает ряд существенных проблем, связанных с предлагаемой ставкой ипотечных кредитов, трудностью ИЖК в регионах, недостаточной развитостью развитого фондового рынка, отсутствием механизмов применения государственных гарантий для АИЖК.

В целом, на данный момент существующая законодательная база не обеспечивает формирование полноценного ликвидного рынка ипотечных ценных бумаг в России. Реализация закона «Об ипотечных эмиссионных ценных бумагах» в его существующем виде может привести к появлению ипотечных агентств, которые могут через некоторое время обанкротиться, надолго дискредитировав тем самым саму идею ипотечных ценных бумаг.

Для ликвидности ипотечных ценных бумаг необходимо как обеспечение надежности, так и обеспечение доходности. Для снижения рисков инвесторов и кредиторов необходимо создание института государственных гарантий по ипотечным кредитам, а также государственная стандартизация условий выдачи ипотечных кредитов. По мере развития системы стандарты могут совершенствоваться и постепенно трансформироваться в классические формы, чтобы интегрировать в мировую систему ИЖК. Для обеспечения доходности ипотечных ценных бумаг в диссертации предлагается использовать вложение

бюджетных средств в ипотечные бумаги (что может принести доход в бюджет не только за счет купонного дохода, но и за счет эффекта мультипликации налогов). введение налоговых льготы для их покупателей ипотечных ценных бумаг, продажу ипотечных бумаг со скидкой от номинальной цены в момент выпуска. Такие меры государственного стимулирования и способы их реализации, направленные на повышение ликвидности низкодоходных ипотечных ценных бумаг, могут достаточно гибко подстраиваться под изменяющиеся внешние условия системы. По мере стабилизации рынка, размеры льгот и скидки могут планомерно уменьшаться. По этой плавной траектории система, приспособленная для работы в условиях переходной экономики, может постепенно трансформироваться в условия развитых рыночных отношений. Со временем национальная система ИЖК сможет полностью интегрироваться в финансовый рынок.

**В заключении** автором излагаются выводы, результаты, предложения и практические рекомендации. Приведем основные из них.

1. Общий вывод на основе анализа мирового опыта ипотеки: ссудно-сберегательные институты являются основой ИЖК в странах с переходной экономикой. В мировой практике сложились 2 финансовые схемы: во-первых, это одноуровневая европейская схема, включающая в себя 2 общих типа кредитных институтов долгосрочного кредитования: а) ссудно-сберегательные учреждения, б) ипотечные банки (классическая континентальная модель); во-вторых, двухуровневая американская схема (с вторичным рынком ипотечного кредита). В одноуровневой только заемщик и кредитор связаны ипотечным кредитом, при этом в ссудно-сберегательных институтах заемщик является одновременно учредителем, а ипотечные банки привлекают как краткосрочные ресурсы, так и долгосрочные (обычно путем продаже своих собственных ценных бумаг – закладных листов). В двухуровневой схеме первичные кредиторы являются всего лишь финансовыми посредниками. Главный элемент двухуровневой схемы – процесс секьюритизации. Основа двухуровневой схемы – правительственные агентства, которые обладают государственными гарантиями на покупку ипотечных кредитов. В целях снижения рисков финансовой системы они вводят единые стандарты ИЖК, основой которых являются базовые критерии и параметры долгосрочного кредита. Отсутствие в странах с переходной экономикой необходимой рыночной структуры, качественного и эффективного законодательства, подготовленных кадров, времени и долгосрочных средств для становления классической или двухуровневой модели кредитования ставят ссудно-сберегательные институты в положение основообразующих, так как данные технологические схемы финансирования являются наиболее

стабильными и устойчивыми, они довольно дешевы, организационно более легкие, достаточно быстро ориентируемые практически к любому правовому полю.

2. Вывод о перспективности массового использования технологии поэтапной ипотеки в странах с переходной экономикой. При поэтапной ипотеки граждане улучшают жилищные условия поэтапно: из однокомнатной – в двухкомнатную, из двухкомнатной - в трехкомнатную и т.д. Риски поэтапной ипотеки значительно снижены за счет сокращения срока кредитования и уменьшением ипотечных сумм в среднем в 2-3 раза.

3. Обобщенная оценка рисков ИЖК в России. Показано, что важнейшим фактором возникновения крупных российских ипотечных рисков являются завышенные цены на недвижимость. Высокая прибыльность бизнеса жилищного строительства поддерживается высокими барьерами входа на строительный рынок, что делает «привилегированных» участников рынка практически монополистами. Развитие ИЖК требует развития и стимулирование рыночных отношений в строительном секторе, комплексной программы инвестирования жилищного строительства.

4. Прогноз об опасности возникновения при развитии ипотеки в России «ипотечной западни», при которой происходит понижение рыночной стоимости заложенной недвижимости в период ИЖК. В этом случае действительная рыночная стоимость заложенной недвижимости оказывается значительно меньше стоимости оцененной заложенной недвижимости. Такая ситуация приводит к появлению «бросовых» кредитов, неликвидности залога в случае продажи с торгов заложенной недвижимости, а также к банкротству ипотечных кредитных структур. В случае больших объемов кредитования, например, при использовании средств НПС, «ипотечная западня» может стать для России финансовой катастрофой, так как велика степень ошибки в связи с неподготовленностью к такой ситуации российской финансовой системы.

5. Утверждение, что в России в настоящее время недвижимость не является стабильным финансовым активом и соответственно гарантией возврата кредита. Для кредитора, так же как и для покупателя, залог недвижимости не может быть в долгосрочном периоде выгодной сделкой ввиду ее огромных рисков, в частности, возникновения ипотечной западни. Существуют лишь короткие спекулятивные периоды. Выход здесь – в тщательном выборе инвестиционной политики, реальных для нашей экономики технологий и инструментов, регулирование государством финансового рынка, снижение цен на недвижимость, снижение кредитных ставок, повышение доходов населения. Для защиты

субъектов жилищного финансирования (как заемщика, так и кредитора) необходима разработка и внедрение эффективных технологий внесения поправок в стоимость недвижимости, ипотечные ставки, остатки кредитных балансов в случае экстраординарного поведения рынка.

6. Оценка состояния и направлений развития ипотеки в России. Показано, что используемые ипотечные схемы (системы контрактных сбережений, жилищные сертификаты, фонды жилищного строительства и т.д.) эффективно работают только под жестким надзором местных администраций с соответствующими дополнительными гарантиями и льготами, местным страхованием накоплений и последующего кредитования, интеграцией в систему общего жилищного финансирования строительства и кредитования покупки жилья.

7. Оценка роли региональных ценных бумаг для привлечения средств в жилищный сектор: в настоящее время из-за отсутствия в России общепризнанных на Западе финансовых источников использование муниципальных жилищных облигаций является одним из основных источников жилищного финансирования строительства. Для этого используются разного рода долгосрочные долговые обязательства: федеральные, региональные и муниципальные ипотечные займы, жилищные займы, жилищные облигации, жилищные векселя, сертификаты и т.д. В настоящее время выпускаются как областные, так и городские муниципальные займы практически во всех российских регионах. При этом более половины муниципальных заимствований – это целевые облигации, среди которых преобладают жилищные. Облигации выпускаются как доходные, так и общего покрытия. Данная технология эффективна при интеграции вместе с бюджетными субсидиями в общую инвестиционную технологию, включающую последующее кредитование, а также другие виды финансирования.

Муниципальное жилищное инвестирование за счет облигаций гарантируется местными властями, которые обычно сами же и являются эмитентами, поэтому муниципальные обязательства имеют статус, близкий к государственным обязательствам.

8. Утверждение, что в сложившейся в России экономической ситуации основным звеном в осуществлении жилищных реформ являются регионы. Различные варианты местных схем, которые легче федеральных приспособить к экономическим реалиям, являются наиболее приемлемым для населения переходным механизмом к рыночному долгосрочному жилищному финансированию при помощи ипотечного кредитования. Достаточно эффективная практика российских регионов в жилищном инвестировании является ярким подтверждением того, что в настоящий



момент именно на региональном уровне возможно становление в России реального института ипотеки, наиболее адаптированного к российской действительности.

9. Анализ перспектив и рисков использования для развития ипотечного кредитования ресурсов НПС. В России с 2002 г. началась пенсионная реформа, суть которой - переход к НПС. Существенной чертой проводимой пенсионной реформы является полное отсутствие финансирования ее со стороны государства, вся тяжесть реформы падает на плечи нынешнего поколения пенсионеров. Средства, которые с каждым годом все больше будут уходить в накопительную систему никак не компенсируются участникам распределительной системы. Такое положение чревато серьезным социальным взрывом и политическими проблемами, что потенциально несет риск резкой корректировки пенсионной реформы, в частности, прекращения поступления накопительных пенсионных средств в разрешенные для инвестирования активы (к которым относятся и ипотечные ценные бумаги).

10. Прогноз об опасности копирования в России существующих зарубежных ипотечных схем. Анализ ипотечных законов и законопроектов показывает: в настоящее время в России существует ярко выраженная тенденция к выбору американского пути развития ипотеки – инвестиционной модели жилищного финансирования с вторичным рынком ипотечных кредитов и секьюритизованных ценных бумаг. Однако американская система может эффективно работать только в своей хорошо отлаженной экономической среде, со своими правовыми, институциональными основами, огромным переизбытком финансовых средств, являющимся общим коэффициентом запаса всей экономики, высокими доходами американских граждан, хорошо организованной социальной поддержкой бедных слоев населения, наличием на жилищном рынке большого объема свободного жилья, а главное, эффективным государственным регулированием инвестиционного процесса. Россия же с ее специфическими условиями и множественными сложными факторами развития экономики не должна замыкаться на опыте одной страны и копировать чужую инвестиционную модель, не соответствующую национальным традициям и возможностям страны.

11. Анализ механизма эмиссии ипотечных ценных бумаг, предлагаемых в новом законодательстве. В России только начал формироваться вторичный рынок ипотечных кредитов. Его развитие позволит надежно сохранить средства НПС и сделать получение ипотечных кредитов доступным большому количеству людей. Центральным механизмом рефинансирования ипотеки пенсионными

накоплениями являются ипотечные ценные бумаги. В существующих законопроектах предлагается 2 типа ипотечных ценных бумаг: ипотечная облигация и ипотечные сертификаты. Анализ законопроектов показывает, что предлагаемые типы ипотечных ценных бумаг обладают рядом недостатков. Основные недостатки ипотечной облигации, описываемой в законопроекте: риск управления рублевой позицией, необходимость управления отдельным портфелем дополнительного покрытия, невозможность диверсифицировать риски. Недостатки ипотечных сертификатов: риск управления рублевой позицией, незащищенность инвестора, непродуманность концепции доверительного управления

12. Оценка предлагаемого АИЖК механизма рефинансирования средствами НПС. Предложения АИЖК содержат следующий порядок рефинансирования ипотеки: коммерческие банки выдают ипотечные кредиты населению по правилам, разработанным АИЖК, оно готово выкупать закладные, а на сумму выкупленных кредитов АИЖК выпускает ипотечные ценные бумаги, обеспеченные государственными гарантиями, покупателем которых должен стать ПФР. При таком порядке рефинансирования возникает ряд существенных проблем, связанных с предлагаемой ставкой ипотечных кредитов, трудностью ипотечного кредитования в регионах, недостаточной развитостью развитого фондового рынка, отсутствием механизмов применения государственных гарантий для АИЖК. Организация ипотеки, предлагаемая АИЖК, по сути своей есть строительство здания ипотеки в стране, начиная с верхних этажей. Такой подход приведет к неустойчивости всего здания ипотеки, с одной стороны, и к большим рискам потери пенсионных средств, на которые рассчитывает АИЖК, с другой стороны. Устойчивое развитие ипотеки в России возможно только при начальной эффективности базовых элементов инвестиционной системы, что обеспечивает доходность инвестиционной деятельности для всех субъектов инвестирования по всей финансовой цепочке на всех этапах инвестирования.

13. Базовая модель взаимодействия ипотеки и пенсионной реформы. Предлагается следующая модель рефинансирования ИЖК средствами НПС, интегрированная в общую инвестиционную технологию:

- в качестве основообразующих на региональном и муниципальном уровнях должны выступать ссудо-сберегательные учреждения или ипотечные банки, работающие под жестким контролем местных администраций (для развития ипотеки необходимо в ближайшее время принятие федеральных законов о таких кредитных учреждениях);

- первичные накопление (или рыночная стоимость уже имеющегося жилья при поэтапной ипотеки) должны быть достаточно большие: 40-70% полного взноса за недвижимость;
- для очередников сумма первого взноса уменьшается на величину субсидии;
- муниципальное (региональное) ипотечное агентство выкупает ипотечные кредиты у кредитных учреждений;
- ипотечное агентство формирует залоговые пулы и выпускает на их базе облигационные займы с двойной гарантией (во-первых, ипотечными кредитами, обеспеченными недвижимостью, и, во-вторых, гарантией региональных или муниципальных властей);
- облигационные займы размещаются на финансовых рынках, где их уже могут выкупать управляющие компании ПФ;
- далее включаются межрегиональные, окружные и федеральные ипотечные агентства, которые путем секьюритизации пула облигационных займов различных регионов могут выпустить еще более ликвидные и надежные ипотечные ценные бумаги, которые также являются разрешенным активом для вложения средств НПС.

14. Прогноз развития базовой ипотечной модели. Роль различных кредитных институтов в ИЖК будет постепенно меняться по мере формирования соответствующего правового и институционального обеспечения, установления экономической стабильности, а самое главное эффективного решения основной проблемы жилищного инвестирования – постоянного пополнения кредитных фондов дешевыми финансовыми средствами, чему в значительной степени может помочь взаимодействие с пенсионной реформой. В целом в течение достаточно длительного времени будет преобладать усредненный вариант регионального или муниципального незакрытого ипотечного учреждения, имеющего реальную возможность создания гарантированного замкнутого непрерывного цикла жилищного инвестирования. При этом в качестве основных источников финансирования могут применяться как элементы закрытых институтов (накопления самих заемщиков), так и традиционные источники классического ипотечного кредитования (займы, выпуск облигаций) с постепенным переходом от доминирования чисто муниципального финансирования, предполагающего задействование значительных бюджетных (нерыночных) средств и непосредственное участие в инвестиционном процессе местных властей, к более сбалансированному между собой финансовым технологиям с созданием крупных кредитных фондов за счет классических рыночных

инвестиционных технологий, в частности, за счет секьюритизации местных кредитных долгов финансовых учреждений.

Основные результаты диссертационного исследования изложены в следующих работах:

1. П.Н. Кострикин, А.Н. Кузьминов, С.И. Мутовин. Мировой опыт ипотечного кредитования - М.: МАКС Пресс, 2002, 204 с.;
2. Ипотека в России \ Под ред. А.В. Толкушкина. – М.: Юристъ, 2002. 562 с.
3. П.Н. Кострикин, А.Н. Кузьминов, С.И. Мутовин, О.В. Никифорова Ипотечное кредитование в России. - М.: МАКС Пресс, 2002, 212 с.;
4. С.Г. Ерошенков, А.Н. Кузьминов, О.Н. Клименко, С.И. Мутовин. Развитие ипотеки и пенсионная реформа в России. - М.: МАКС Пресс, 2003, 208 с.
5. С.И. Мутовин, А.Н. Кузьминов, О.Н. Клименко. Развитие ипотеки и пенсионная реформа // Российское предпринимательство, 2003, №8.
6. С.И. Мутовин, А.Н. Кузьминов, О.Н. Клименко. Являются ли пенсионные накопления надежной основой развития российской ипотеки? // Российское предпринимательство, 2003, №9.
7. С.И. Мутовин, А.Н. Кузьминов, О.Н. Клименко. Риски массовой ипотеки в России // Российское предпринимательство, 2003, №10.

*Рис.1. Одноуровневая (европейская) схема ипотечного кредитования.*



Рис.2. Двухуровневая (американская) схема ипотечного кредитования

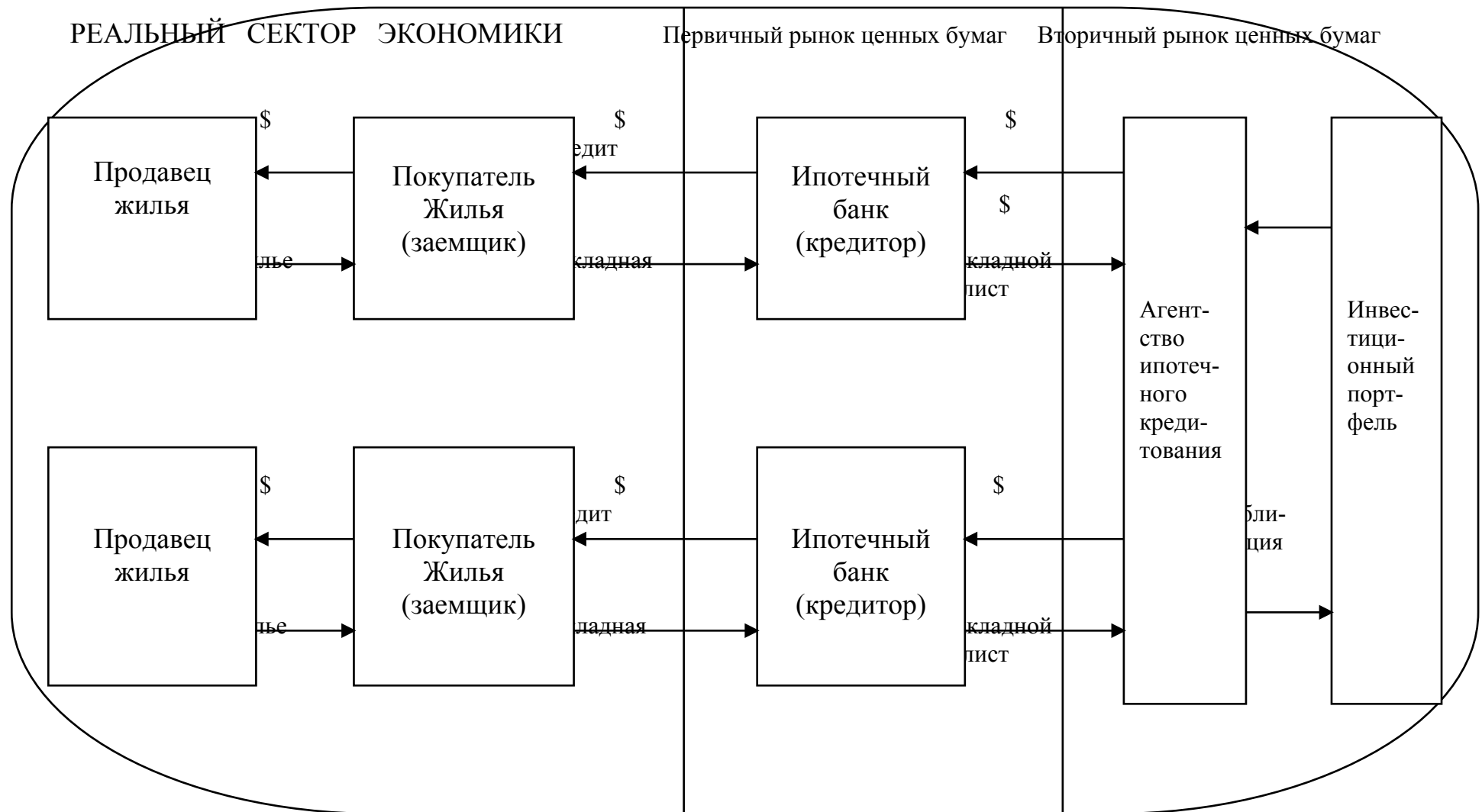


Рис. 3. Структурная схема системы ипотечного кредитования с участием пенсионных фондов

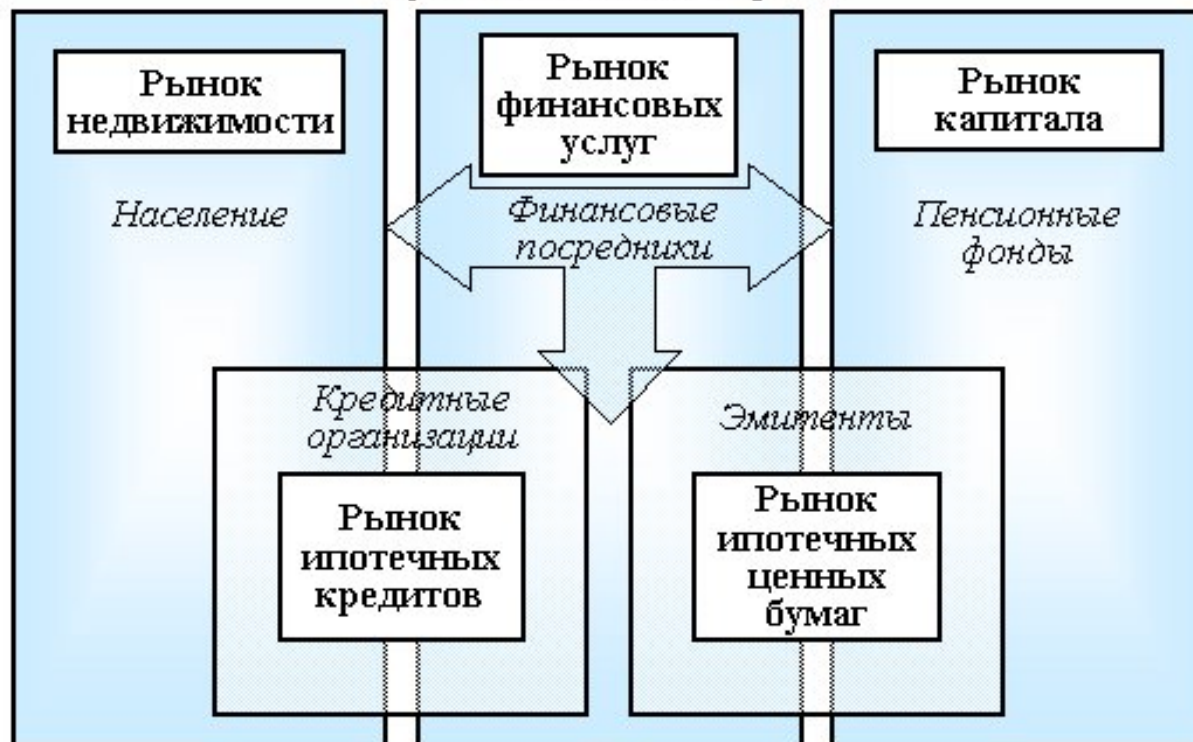


Рис. 4. Схема рефинансирования системы ипотечного жилищного кредитования средствами накопительной пенсионной системы

