

## **ИПОТЕЧНЫЕ ОБЛИГАЦИИ В СИСТЕМЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ ЖИЛИЩНОГО СТРОИТЕЛЬСТВА**

Государственными программными документами Республики Беларусь жилищное строительство определено одним из приоритетных направлений государственной политики. Обеспеченность населения жильем и его качество являются важнейшим показателем, характеризующим уровень жизни населения любой страны. Безусловно, этот показатель зависит в первую очередь от объемов и качественных характеристик жилищного строительства. До начала перестроечных процессов в Беларуси ежегодно в среднем вводилось 5 млн. кв. метров общей жилой площади (таблица 1).

С 1992 по 1995 годы наблюдается снижение темпов строительства жилья. В 1995 году было построено лишь 1949 тыс. кв. метров жилой площади (36,2% к уровню 1991 года). Тенденцию к снижению темпов роста жилищного строительства удалось переломить в 1996 году. Начиная с этого года, положение дел в сфере жилищного строительства поступательно улучшалось. Этому способствовала государственная поддержка жилищного строительства, выражавшаяся, прежде всего, в расширении централизованного финансирования жилищного строительства. В 1998 году доля централизованных кредитов в общем объеме источников финансирования строительства жилья составила 37,8%, в 2000-м – 14%, в 2002-м – 15,4% (таблица 2).

За прошедшее пятилетие (2001-2005 гг.) было введено 16,1 млн. кв. метров жилья (на уровне периода 1996-2000 гг.). В текущей пятилетке намечено построить уже более 26 млн. кв. метров жилья, или в 1,6 раза больше. В 2006 году в стране введено более 4 млн. квадратных метров жилья (4136 тыс. кв. метров), а в 2007 году в Беларуси предстоит ввести в эксплуатацию 4,7 млн. кв. м жилья (на 560 тыс. кв. м. больше чем в 2006 году) Планируется довести ежегодные

объемы строительства жилья в 2010 году до 4,5 – 5 млн. кв. метров, обеспечив тем самым среднюю обеспеченность жильем на уровне 25 – 25,5 кв. метра на человека.

Таблица 1

Ввод в действие жилых домов в Республике Беларусь по годам

Годы	Всего построено, тыс. кв. м. общей площади	В том числе		В том числе построенных индивидуальными застройщиками	
		в городских поселениях	в сельской местности	в городских поселениях	в сельской местности
1986	5396	3528	1868	244	197
1987	5878	3969	1909	218	198
1988	5589	4125	1464	267	216
1989	5650	4319	1331	257	186
1990	5282	3970	1312	234	165
1991	5392	3709	1683	224	147
1992	4444	3517	927	195	152
1993	3823	2998	825	233	179
1994	3403	2832	571	351	218
1995	1949	1501	448	323	218
1996	2627	2242	385	420	206
1997	3360	2654	706	602	380
1998	3635	2743	892	830	586
1999	2917	2031	886	771	555
2000	3528	2447	1081	1050	670
2001	3009	2071	938	888	626
2002	2811	1931	894	...	...

Важная роль в реализации этих масштабных задач, определённых государственными программами жилищного строительства, отводится банковскому сектору Беларуси, который должен обеспечить достаточное количество денежных ресурсов для жилищного строительства. Долгосрочный капитал необходимо привлечь и перенаправить на рынок жилищного строительства. Следует отметить, что банковские кредиты обеспечивают значительную долю ввода жилья: в 1998 году – 44%, в 2000 – 25,7%, в 2002 – 32,2%. В 2007 году этот показатель планируется на уровне 46,7 %.

До 2004 года весомую значимость в банковском кредитовании жилищного строительства имели централизованные кредиты Национального банка Республики Беларусь. Однако этим кредитам был свойственен эмиссионный характер, они способствовали расширению денежной базы и, в конечном счёте, увеличению инфляционного пресса. Начиная с 2004 года, Национальный банк прекратил централизованное кредитование жилищного строительства (равно как и других государственных программ, отраслей и мероприятий). Кредитование банков со стороны Национального банка в настоящее время осуществляется только на рыночных условиях. Очевидно, что прекращение централизованного кредитования позитивно отразилось на макроэкономической ситуации в Бела-

руси и одновременно активизировало поиск альтернативных внебюджетных источников финансирования жилищного строительства.

Таблица 2

Информация по кредитованию жилищного строительства

Показатели	1998	1999	2000	2001	2002
Капитальные вложения в жилищное строительство млрд рублей	36,9	160,2	472,0	718,0	885,7
в том числе кредиты банковской системы в жилищное строительство* млрд рублей	16,25	62,0	121,2	218,1	285,2
в процентах к общему объёму капиталовложений	44,0	38,7	25,7	30,4	32,2
из них средства Национального банка млрд рублей	13,96	52,7	66,0	118,0	136,0
в процентах к общему объёму капиталовложений	37,8	32,9	14,0	16,4	15,4
в процентах к общему объёму кредитов	85,9	85,0	54,5	54,1	47,7

В Беларуси давно назрела необходимость усовершенствовать систему жилищного кредитования. Многие аналитики и практики видят возможный путь формирования эффективной системы жилищного кредитования в развитии рынка ипотечного кредитования. Необходимость создания в Беларуси системы ипотечного жилищного кредитования вызвана, в первую очередь, сокращением бюджетных ресурсов государственных ассигнований, направляемых в эту сферу и, как следствие, возникшей проблемой финансирования жилищного строительства. В частности, доля бюджетных средств в общих расходах на строительство жилья понизилась с 36,6% в 1990 году до 9,2% в 2000 году. Одновременно проблематичным оказалось и расширение возможности приобретения жилья гражданами республики за счет льготных кредитов и субсидий, долевого строительства и размещения местных целевых облигационных займов, поскольку финансовые ресурсы этих источников ограничены. В связи с этим ещё в 2001 году была разработана и одобрена Правительством Концепция создания системы ипотечного жилищного кредитования в Беларуси.

Концепция создания системы ипотечного жилищного кредитования на первом этапе (2001-2002 годы) предусматривала подготовку основополагающих макроэкономических и правовых условий для формирования системы ипотеки, а на втором этапе (2002-2004 годы) – разработку комплексной правовой базы для реализации системы. Предполагалось, что в республике будет создана одноуровневая система, включающая первичный и вторичный рынки ипотечных кредитов. Таким образом, принятая Концепция ознаменовала собой выбор новой стратегии развития жилищного кредитования в Республике Беларусь. Важнейшим элементом развитой системы ипотечного кредитования является

эффективный механизм рефинансирования, с помощью которого осуществляется приток средств с финансового и инвестиционного рынков в сферу долгосрочного жилищного ипотечного кредитования. Мировой практике известны два способа формирования ресурсов для ипотечного кредитования: либо привлечение долгосрочных депозитов (доступ к ним имеют, как правило, только банки), либо эмиссия ипотечных ценных бумаг. Первый способ лежит в основе модели универсальных коммерческих банков, базирующейся на использовании в качестве источников кредитования банковских депозитов, и модели, базирующейся на использовании в качестве источников кредитования целевых жилищных вкладов. Второй способ лежит в основе модели ипотечных облигаций и модели вторичного ипотечного рынка.

Остановимся подробнее на модели ипотечных облигаций.

Зарождение рынка ипотечных облигаций (нем.- «Pfandbrief») связывают с возникновением в Германии в 1770 году первого ипотечного кредитного учреждения Silesian Landschaft. Первые ипотечные облигации, так называемые пфандбрифы (в дословном переводе – закладное письмо или закладное свидетельство), представляли собой обыкновенные закладные. Вместе с тем им были свойственны определённые качества, значительно опередившие своё время: во-первых, наличие гарантии исполнения обязательства со стороны кредитного учреждения, во-вторых, возможность продажи ценной бумаги на рынке капиталов. Фактически ссуда выдавалась заёмщику пфандбрифом. Сходные системы ипотечного кредитования и финансирования возникли в Дании, Швеции, Австрии. Аналогичная система кредитования в виде ценных бумаг действовала в России с середины XIX в. по 1917 г. В настоящее время кредитование ценными бумагами имеет какую-то заметную роль лишь в Дании.

Облигации французского ипотечного банка Credit Foncier de France, в отличие от Landschaften, изначально представляли собой облигации акционерного общества, выпущенные для финансирования ипотечных кредитов. Со временем эта форма финансирования ипотечных кредитов стала преобладающей и в других странах, в том числе в самой Германии, при этом, однако, прежнее историческое название пфандбриф в Германии сохранилось. Немецкие ипотечные банки заимствовали французскую технологию, т.е. выпуск пфандбрифов стал осуществляться специализированными ипотечными банками. На данный момент можно привести определение немецких ипотечных облигаций как облигаций, эмитируемых только специализированными ипотечными банками в целях привлечения дополнительных финансовых ресурсов под кредитование частных лиц и заёмщиков общественного сектора (федерального правительства, местных органов власти и муниципалитетов) на осуществление операций с недвижимостью. Если использовать уже устоявшуюся в Беларуси терминологию, это разновидность корпоративных облигаций, а конкретно – банковских облигаций. В настоящее время рынок немецких ипотечных облигаций считается крупней-

шим, превосходя по своим размерам рынок государственных заимствований. Он занимает 6-е место в мире после рынков государственных облигаций США, Японии, рынка ипотечных облигаций США, коммерческих бумаг США и муниципальных облигаций США. Задолженность по пфандбрифам в марте 2000 года составляла 38% внутренней облигационной задолженности (национальных эмитентов). Пфандбрифы в Германии могут выпускать 45 финансовых учреждений: 25 частных ипотечных банков, 18 государственных (земельных) кредитных учреждений и 2 частных банка по ипотечному кредитованию судов. Доля частных ипотечных банков в выпуске пфандбрифов составляет примерно 70%. Пфандбрифы интересны для инвесторов как потому, что имеют относительно более высокую доходность по сравнению с государственными облигациями, так и меньшими рисками.

Успешный опыт Германии быстро прижился в других странах Европы. Ипотечные облигации наиболее распространены в Дании (почти 100% кредитов) и Швеции (70%); широко используются в Австрии и являются вторым важнейшим средством финансирования ипотечных ссуд во Франции (21%) и Испании (6%). В Голландии и Норвегии ипотечные облигации хотя и выпускаются, но за их счет финансируется совсем небольшая доля ссуд.

Простота и гениальность германской концепции позволяют расширить рынок ипотечных облигаций по всей Европе, и не только Западной, но и Восточной. В некоторых странах бывшего социалистического лагеря построение ипотечной системы наподобие немецкой помогло значительно решить жилищный вопрос населения, а заодно и увеличить ВВП до общеевропейского.

Рассмотрим систему ипотечных облигаций

Система ипотечных облигаций состоит из трех участников: ипотечные заемщики, ипотечные кредиторы и инвесторы. Вначале ипотечный банк предоставляет кредит ипотечному заемщику. В целях рефинансирования ипотечные банки продают ипотечные облигации. Ипотечное кредитование включает в себя четыре аспекта: источник средств, возникновение кредита, владение им и его обслуживание. Три последних аспекта связаны с банком. Система ипотечных облигаций дает возможность преодолеть главную проблему рефинансирования. Право эмитировать ипотечные облигации предоставляет банкам эффективный инструмент для привлечения средств, который может быть куплен инвесторами. Таким образом, выделив недостаток средств в качестве основной проблемы рынка жилищных финансов, можно констатировать, что система ипотечных облигаций вовлекает нового рыночного игрока (фондового инвестора), который в другом случае не функционировал бы на данном рынке.

Можно обозначить некоторые преимущества и недостатки для каждого агента в системе ипотечных облигаций. Ипотечные облигации позволяют банку в большей степени производить трансформацию ресурсов по срокам, что снижает риск ликвидности для банка и, следовательно, сокращает премию за риск

ликвидности. При этом основным преимуществом для заемщика становится более приемлемая процентная ставка. Последнее обстоятельство способствует притоку средств на рынок жилищных финансов, и как результат делает ипотечные кредиты более доступными. Некоторые негативные моменты со стороны заемщика будут связаны с довольно жесткими условиями предоставления кредита. В системе ипотечных облигаций банк по-прежнему является основным рыночным агентом, подверженным кредитному риску и крайне заинтересован в снижении этого вида риска. Это проявляется в тщательном отслеживании дохода и платежеспособности заемщика для того, чтобы поддерживать коэффициент «выплата/доход» на приемлемом уровне. Одним из преимуществ для банков выступает наличие дополнительного инструмента для осуществления прибыльной деятельности со сравнительно низким риском. Недостатком этой системы с точки зрения банков является подверженность кредитному риску – ипотечные кредиты остаются на балансе банка.

Характеристика системы ипотечной облигации была бы неполной без сопоставления её с альтернативной системой, основанной на выпуске ипотечных ценных бумаг, так называемой американской ипотечной системой ( моделью вторичного ипотечного рынка).

Если сравнивать англо-американские облигации, связанные с ипотекой, и германские (европейские), то основные отличия заключаются в том, что пфандбрифы выпускаются первичным кредитором (а не специальной организацией), и ипотечные ссуды остаются на балансе банка эмитента пфандбрифов, а не списываются с баланса первичного кредитора. Идея модели вторичного ипотечного рынка заключается в том, что банк, выдав ипотечный кредит, тут же продает его специальной организации – кондуиту. Ипотечный кредит при этом уходит с баланса банка и переходит на баланс кондуита. С момента продажи банк не несет никаких рисков по этому кредиту и, в сущности, может про него просто забыть. Конduit собирает купленные кредиты в пулы и продает их инвесторам в виде MBS (Mortgage Backed Securities) – ценных бумаг, обеспеченных ипотекой (БОИ). При этом конduit дает инвестору гарантию своевременной выплаты основного долга и процентов по этим ценным бумагам.

Ипотечные банки, работающие по модели вторичного рынка, из финансовых учреждений превращаются в своеобразных посредников. На их балансе нет ни привлеченных средств, ни кредитов. С операционной точки зрения, основное преимущество системы ипотечных ценных бумаг для банков в сравнении с системой ипотечных облигаций состоит в высвобождении капитала для выдачи новых кредитов.

Мировая практика показала, что выбор альтернативных источников рефинансирования жилищного строительства осуществляется с учётом экономических, географических, политических, правовых, организационных и иных особенностей, присущих определённому государству. Так, в Западной Европе 62%

ипотечных кредитов финансируется за счёт привлечённых депозитов. Причём в ряде достаточно развитых стран (например, в Греции) никаких других моделей не существует. Модель вторичного ипотечного рынка используется очень широко только в одной стране мира – США, где объём рынка ипотечных ценных бумаг сопоставим с объемами рынков американских правительственных ценных бумаг или корпоративных облигаций. Несмотря на определённые преимущества эта модель не получила широкого распространения в Западной Европе, где общая задолженность по выпущенным MBS составляет примерно 1%. Что же касается модели ипотечных облигаций, то около 20% от общего объема ипотечного кредитования в Западной Европе осуществляется за счет этой модели.

Республика Беларусь находится на пути формирования ипотечной системы кредитования и выбора способов рефинансирования ипотечных кредитов. Можно отметить ряд характеристик, свидетельствующих в пользу реализации метода ипотечных облигаций в нашей стране. Если учитывать стимулы инвесторов Беларуси к приобретению ценных бумаг, связанных с ипотекой, очевидно, что в Беларуси сильнейшим импульсом к инвестированию в ипотечные облигации является их надёжность. Поскольку в системе ипотечных облигаций банки являются агентами риска владения и обслуживания кредита, у них есть мотив снижать эти риски. На протяжении всего времени в системе ипотечных облигаций кредитному риску подвергается тот же институт, который инициировал этот кредит. Это обеспечивает доскональную оценку кредитоспособности заемщика, очень интенсивное отслеживание кредитором после подписания контракта. Вторая важная характеристика – это наличие правового обеспечения для системы. Несомненно, внедрение любой из систем потребует значительных изменений и дополнений к действующему законодательству. Но включение четвертого участника (ИСН) значительно увеличивает число и сложность правовых актов, необходимых для начала деятельности системы. Это, конечно, может стать дополнительной проблемой для Беларуси. Претворение в жизнь системы, основанной на фондовом рынке, не станет мгновенным процессом. Это займет время, и будет необходим промежуточный период для развития рынка жилищных финансов. Для ускорения этого процесса должна быть выбрана система, предполагающая меньшую сложность и меньшие издержки. Система ипотечных ценных бумаг является довольно сложной и требует высокого уровня развития финансовых и правовых институтов. При реализации системы ипотечных облигаций Беларусь столкнется с необходимостью создания новых институтов только в случае введения принципа специализированной банковской деятельности.

Безусловно, модели ипотечных облигаций и вторичного рынка ценных бумаг могут сосуществовать. Но на первоначальном этапе все усилия должны быть сконцентрированы на одной модели, на модели, которая должна стать более результативной и эффективной в Беларуси. Вероятно, такой моделью может быть модель ипотечных облигаций. В этой связи встаёт вопрос: каким банкам

---

должно быть предоставлено право выпуска ипотечных облигаций? Это могут быть специализированные ипотечные банки или универсальные банки. Основным аргументом в пользу специализированных ипотечных банков – создание очень устойчивых банков, за которыми легче осуществлять надзор, нежели за универсальными. Для того, чтобы стимулировать эти банки к предоставлению ипотечных кредитов, и, в итоге, обеспечить приток частных сбережений на жилищный рынок, они наделяются эксклюзивным правом эмитировать ипотечные облигации. Но на начальном этапе развития банк, занимающийся исключительно ипотечными операциями, не имеет достаточной ресурсной базы, следовательно, другие инструменты рефинансирования также должны быть разрешены. Таким образом, когда преимущество специализированных ипотечных банков с точки зрения надежности не очевидно, а осуществление рефинансирования через фондовый рынок все еще весьма затруднительно в Беларуси, можно сделать заключение в пользу универсальных банков.

В заключение необходимо отметить, что ресурс ипотеки и ипотечных облигаций в Беларуси очень велик, фактически это максимальный незадействованный ресурс, которым обладает наша страна. Ипотечное кредитование – это проверенный временем надежный способ привлечения частных инвестиций, как отечественных, так и зарубежных. Зарубежный опыт свидетельствует, что объем ипотечного жилищного кредитования может достигать половины ВВП. На современном этапе в Беларуси ведётся активная работа по созданию необходимых условий для построения эффективной системы ипотечного жилищного кредитования. Существенным шагом в этом направлении стало принятие Указа Президента Республики Беларусь от 28 августа 2006 года № 537 «О выпуске банками облигаций», утверждение Порядка выпуска, обращения и погашения облигаций, выпускаемых банками, и Порядка согласования выпусков облигаций банками. Банкам предоставлена реальная возможность выпускать для размещения среди юридических и физических лиц облигации, обеспеченные обязательствами по возврату основной суммы долга и уплате процентов по предоставленным им кредитам на строительство, реконструкцию или приобретение жилья под залог недвижимости. При этом доходы, полученные от реализации и погашения облигаций, не облагаются налогом на доходы и подоходным налогом. Стало очевидным, что в республике положено начало созданию системы ипотечного жилищного кредитования.