

МИНОБРНАУКИ РОССИИ



Федеральное государственное бюджетное
образовательное
учреждение высшего образования
«САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Факультет экономики и финансов

Кафедра

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА

на тему: Система рефинансирования ипотечных кредитов:
российский и зарубежный опыт

Направление 38.03.01 «Экономика»

Направленность (профиль)

Обучающийся 4 курса группы Э-1604 Очная форма
обучения

Шафранская Екатерина Николаевна

_____ (Ф.И.О.)

(подпись)

Руководитель ВКР к. э. н., доцент кафедры банков,
финансовых рынков и страхования Зайцева Ирина
Геннадьевна

_____ (ученая степень, ученое звание, ФИО)
(подпись)

Нормоконтроль пройден «__» _____ 2020 г.

_____ (подпись лица, проводившего нормоконтроль)

«Допущен(а) к защите» «__» _____ 2020 г.

Зав. кафедрой, проф. Янова Светлана Юрьевна _____

(ученая степень, ученое звание, ФИО)

(подпись)

МИНОБРНАУКИ РОССИИ



Федеральное государственное бюджетное
образовательное
учреждение высшего образования
«САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Факультет экономики и финансов

Кафедра

УТВЕРЖДАЮ:

Заведующий кафедрой банков, финансовых рынков и
страхования

_____ проф. Янова Светлана Юрьевна

«__» _____ 2020г.

ЗАДАНИЕ

на выполнение ВКР

обучающемуся Шафранской Екатерине Николаевне группы
Э-1604

1. Тема ВКР: Система рефинансирования ипотечных кредитов:
российский и зарубежный опыт

2. Цель и задачи ВКР: разработка рекомендаций по
формированию политики рефинансирования для российского
коммерческого банка. Задачи: определить понятие
«рефинансирование ипотечного кредита»; описать модели
ипотечного кредитования в разных странах; выделить
способы рефинансирования ипотечных кредитов;
охарактеризовать ситуацию на российском ипотечном рынке;
оценить динамику объемов применения различных способов
рефинансирования ипотечных кредитов в стране; обосновать

их эффективность или неэффективность в российской экономике.

3.Срок сдачи оформленной ВКР на кафедру (с сопроводительными документами): «__» _____ 2020 г

4.Перечень вопросов, подлежащих разработке и изложению в ВКР:

Различные подходы к трактовке термина «рефинансирование», модели ипотечного кредитования, применяемые в странах мира, способы осуществления рефинансирования ипотечных кредитов, динамика первичного и вторичного рынка ипотечного кредитования._

5.Консультанты по смежным вопросам ВКР: (с указанием относящихся к ним разделов работы: _

(указываются только при наличии, в случае отсутствия ставится прочерк)

« ___ » _____ 2020 г.

Руководитель ВКР

к. э. н., доцент кафедры банков, финансовых рынков и страхования _____ Зайцева Ирина Геннадьевна

Обучающийся _____ Шафранская Екатерина Николаевна

РЕФЕРАТ

с. 84, рис. 25, табл. 6.

ИПОТЕКА, ИПОТЕЧНОЕ КРЕДИТОВАНИЕ, РЕФИНАНСИРОВАНИЕ, КРЕДИТНАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ, ВТОРИЧНЫЙ ИПОТЕЧНЫЙ РЫНОК

Объект исследования – российский ипотечный рынок.

Предмет исследования – способы рефинансирования ипотечных кредитов, применяемые в Российской Федерации

Цель работы – разработка рекомендаций по формированию политики рефинансирования ипотечных кредитов для российского коммерческого банка.

Методы и методология исследования: анализ статистических данных, сравнение, индукция, классификация, описание и сравнение.

В процессе работы проводился анализ первичного и вторичного ипотечного рынка Российской Федерации.

В результате разработаны рекомендации по формированию политики рефинансирования для российского коммерческого банка

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	6
1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ.....	9
1.1. Различные подходы к трактовке понятия рефинансирования ипотечного кредита.....	9
1.2. Нормативно-правовая база рефинансирования ипотечных кредитов в Российской Федерации.....	14
1.3. Модели рефинансирования ипотечных кредитов.....	16
1.4. Способы рефинансирования ипотечных кредитов.....	25
2. АНАЛИЗ МЕТОДОВ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ В РОССИЙСКОЙ ПРАКТИКЕ.....	30
2.1. Анализ российского рынка ипотечного кредитования...	30
2.2. Региональные аспекты развития рынка ипотечного кредитования в Российской Федерации.....	37
2.3. Рефинансирование ипотечных кредитов в Российской Федерации.....	42
3. АНАЛИЗ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ АО «АБ «РОССИЯ» НА РЫНКЕ ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ.....	57
3.1. Организационно-экономическая характеристика и анализ финансовых показателей АО «АБ «Россия».....	57
3.2. Анализ деятельности АО «АБ «Россия» на рынке ипотечного кредитования.....	64
3.3. Рекомендации по формированию политики рефинансирования для российского коммерческого банка. .	67
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	71
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....	76

ВВЕДЕНИЕ

Одна из ключевых социальных задач большинства стран мира на текущий момент – это обеспечение доступного жилья для их граждан. Особенно обострена ситуация на территориях, где в силу некоторых неблагоприятных факторов (низкие среднегодовые температуры, тектоническая активность, высокие грунтовые воды и иные) себестоимость строительства повышается.

Для большей части населения России приобретение недвижимости представляет собой серьезные траты. Согласно данным Федеральной службы государственной статистики в 2019 году среднедушевые денежные доходы россиян составили 35249,3 рубля в месяц [51]. В четвертом квартале того же года средняя цена одного квадратного метра квартиры на российском первичном рынке недвижимости составила 64059,49 рублей, для квартир низкого качества на вторичном рынке этот показатель составил 49121,76 рублей [50].

Ипотечный кредит позволяет изменить порядок действий обычной сделки купли-продажи: сначала семья получает жилье, потом выплачивает его полную стоимость или ее часть. Фактически, вместо единовременной мобилизации значительного объема собственных средств домохозяйства получается серия меньших выплат, растянутых в продолжительном периоде.

Поэтому развитие рынка ипотечного кредитования позволяет значительно повысить доступность жилья для граждан, однако его функционирование связано с рядом трудностей. Ипотечный кредит предполагает возникновение

долгосрочных экономических отношений. В условиях высокой изменчивости внешней среды отдаленное прогнозирование затруднено: кредитная организация не имеет возможности однозначно определить будущую ситуацию на рынке.

Рефинансирование ипотечных кредитов – это эффективный способ перераспределить средства на цели, в большей мере соответствующие текущему состоянию экономики страны. Тем не менее, его использование в Российской Федерации ограничено.

Участники отношений, возникающих в процессе ипотечного кредитования, сталкиваются с проблемой необходимости приспособления к изменяющейся внешней среде в условиях ограниченной доступности их собственных ресурсов.

Таким образом, актуальность темы данной работы обосновывается необходимостью повышения мобильности сторон сделки ипотечного кредитования в условиях непредсказуемой динамики факторов внешней среды.

Целью данной работы является разработка рекомендаций по формированию политики рефинансирования ипотечных кредитов для российского коммерческого банка.

Для реализации этой цели были выделены следующие задачи:

- рассмотреть различные подходы к трактовке термина «рефинансирование ипотечного кредита»;
- описать модели ипотечного кредитования, применяемые в разных странах;

- выделить способы рефинансирования ипотечных кредитов;
- охарактеризовать ситуацию на российском ипотечном рынке;
- оценить динамику объемов применения различных способов рефинансирования ипотечных кредитов в стране;
- обосновать их эффективность или неэффективность в российской экономике.

Объектом данного исследования является российский ипотечный рынок.

Предметом данного исследования являются способы рефинансирования ипотечных кредитов, применяемые в Российской Федерации.

В рамках данной работы применялись методы анализа статистических данных, сравнения, индукции, классификации, описания и сравнения.

Информационную базу составили статьи специалистов, опубликованные в российских и зарубежных журналах, данные, предоставляемые информационными агентствами, нормативные акты Российской Федерации, аналитическая отчетность, публикуемая АО «ДОМ.РФ» и Центральным банком на их официальных сайтах.

Структура работы представлена введением, тремя главами и заключением. В первой главе рассматриваются теоретические аспекты рефинансирования ипотечных кредитов. Во второй главе проводится анализ его практической реализации в Российской Федерации. В третьей главе проводится оценка текущей деятельности АО «АБ «Россия».

В результате предполагается сформулировать рекомендации для российской кредитной организации в отношении выбора предпочтительного способа рефинансирования ипотечного кредита.

1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ

1.1. Различные подходы к трактовке понятия рефинансирования ипотечного кредита

Термин «ипотека» имеет древнегреческое происхождение. Обычно его возникновение связывают с реформами, проводимыми Солоном, афинским государственным деятелем, в начале VI века до нашей эры [25].

В Афинском полисе того времени практиковалась форма личного обеспечения долга – залогом выступала свобода заемщика, в случае невыполнения обязательств он становился рабом кредитора. Солон заменил личную ответственность на имущественную: в качестве залога начали использоваться невидимости. Чтобы отметить земельный участок как находящуюся в залоге, на нем устанавливали специальный столб, который указывал, что владелец должен вернуть определенную сумму в конкретный срок. Такая мера гарантировала, что потенциальный покупатель сможет сразу выяснить, что недвижимость обременена долгом. Для обозначения столба использовалось слово «*hypotheka*» (в переводе с древнегреческого – «подставка»). Постепенно данное слово начали использовать для обозначения непосредственно залога [12].

Хотя термин сам по себе имеет достаточно длинную историю употребления, сам способ обеспечения обязательств посредством залога недвижимости возник еще раньше. Ипотека практиковалась еще в Вавилоне времен правления

царя Хаммурапи (около 1793-1750 годов до нашей эры) [56]. В знаменитом «Кодексе Хаммурапи» содержится упоминание передачи недвижимости в виде «поля, сада и дома» по долговой расписке [12].

В России ипотека также практиковалась задолго до внедрения термина в обиход. Государь, Царь и Великий Князь всея Руси Иван IV Васильевич в 1558 году издал указ, регламентирующий выкуп заложенных земель (вотчин) разными долями в течении пяти лет. Согласно этому документу, если заемщик нарушал запрет, продавая недвижимое имущество до прекращения долговых обязательств, то, в случае его неплатежеспособности, ответственность переходила к приобретателю [48].

В 1754 году Елизавета Петровна издает манифест о создании Московского и Петербургского дворянских банков [19]. Задачей, поставленной перед этими учреждениями, было решение проблемы массовой заложенности поместий в начале XVIII века. Банки выдавали обеспеченные ссуды под низкий процент лицам дворянского сословия. В качестве залога могла выступать недвижимость: имения, каменные дома, хотя допускались и драгоценные металлы, ювелирные изделия.

Отечественная система ипотечного кредитования развивалась вплоть до Октябрьской революции 1917 года, одним из последствий которой стало упразднение сложившейся банковской системы [49].

Федеральный закон №102-ФЗ от 16.07.1998 «Об ипотеке (залоге недвижимости)» трактует ипотеку как залог недвижимого имущества [2]. Нормативный акт указывает,

что данное понятие не обязательно непосредственно связано с кредитным договором. Ипотечкой также могут обеспечиваться договора займа и иные обязательства, например, купли-продажи или аренды, поэтому термины «ипотека» и «ипотечный кредит» не являются синонимичными.

Понятие ипотечного кредита более узкое, так как имущество может выступать залогом вне кредитных отношений. Непосредственно в Федеральном законе «Об ипотеке (залоге недвижимости)» данный термин не употребляется [2], однако выделяется ипотека, служащая обеспечением по кредитному договору.

А. И. Чуканов и Н. Е. Гучек раскрывают понятие «ипотечного кредита» как кредит, который покупатели или собственники недвижимости получают под ее залог [55]. Данное представление достаточно широкое, поскольку согласно нему, заемщиком может выступать юридическое лицо и цель получения кредита произвольна.

Часто в литературе встречается более узкая трактовка, когда ипотечное кредитование используется как краткая форма термина «ипотечные жилищные кредиты», то есть жилищные кредиты (кредиты на приобретение земельных участков для строительства жилища, на строительные работы, на приобретение жилья), полученные физическими лицами под залог недвижимости [36, 38].

И. В. Лещукова определяет ипотечное кредитование как выдачу долгосрочных целевых кредитов частным лицам на покупку жилья под залог приобретаемого объекта [37].

Схожих трактовок придерживаются в своих работах Н. Н. Ховалыг [53] и В. А. Попцова [43].

Встречаются и промежуточные трактовки, например, О. Ю. Резвухина указывает, что целью ипотечного кредита выступает приобретение недвижимости под ее залог, но не ограничивает круг потенциальных заемщиков физическими лицами [45].

Термин «рефинансирование» отличается значительно более широким набором разнообразных определений, некоторые из которых практически не имеют пересечений друг с другом. В некоторой мере это может обоснованно кардинальными отличиями между условиями его применения.

С позиции российского законодательства рефинансирование трактуется как процесс кредитования кредитных организаций Центральным Банком [3]. Оно входит в перечень основных инструментов и методов денежно-кредитной политики Банка России. Организация системы рефинансирования кредитных организаций выделяется как одна из функций Центрального банка.

Трактовка рефинансирования, подтвержденная нормативными актами, часто встречается в литературе. Она используется в различных работах такими авторами, как Н. В. Зорникова, А. Г. Козловская [23], Ю. А. Кропин [35].

С нормативной точки зрения трактовка понятия определена, однако в разнообразной литературе и бытовой речи встречается его использование в значениях, не связанных с деятельностью Центрального банка, или

имеющих к ней только косвенное отношение. В зависимости от контекста термин приобретает разнообразные трактовки.

В «Методологических комментариях к таблицам», размещенных на официальном сайте Банка России, дается характеристика рефинансирования как привлечения средств в результате изменения статуса рефинансируемого актива. Под изменением статуса понимается продажа, эмиссия на основе актива ипотечных ценных бумаг и иные действия [38].

В некоторых ситуациях под рефинансированием подразумевают метод трансформации растянутого во времени потока платежей в однократную выплату. Подобный подход характерен для авторов, которые рассматривают этот процесс как прием управления ликвидностью банковских активов. Долгосрочные кредиты, в том числе ипотечные, имеют высокое значение для клиентов, как корпоративных, так и частных, однако их предложения ограничено рисками, которые вынужден принять на себя коммерческий банк. Его средства оказываются в длительном обороте, их ликвидность снижается. В случае каких-либо изменений экономической конъюнктуры финансовая организация не может быстро перераспределить их или изменить условия предоставления. Существует множество способов, которыми коммерческие банки решают данную проблему, например, эмитируют ценные бумаги, обеспеченные денежным потоком по соответствующим обязательствам, иными словами, осуществляют секьюритизацию. В подобных контекстах термин «рефинансирование» встречается в работах И. А. Басакиной [16], С. В. Шаутина [56] и других.

Не всегда использование понятия связано с ускорением оборачиваемости собственных активов. Рефинансирование с позиции должника рассматривается как способ трансформации условий текущей задолженности. В таком случае, одной из сторон сделки не обязательно должна выступать кредитная организация. Так статья А. Е. Скотникова и О. А. Смирновой посвящена рефинансированию государственного долга Ивановской области [49]. В данной работе термин упоминается для обозначения процесса трансформации коммерческого кредита в государственный займ.

Представление о значении термина с позиции должника варьируется в зависимости от того, кто непосредственно выступает заемщиком: физическое или юридическое лицо. Причина заключается в различном доступе к механизмам фондового рынка.

Юридическое лицо, осуществляющее рефинансирование своих обязательств, может эмитировать ценные бумаги, и полученные средства направить на погашение задолженностей. Фактически, задействуется механизм секьюритизации.

Физическое лицо, как правило, имеет ограниченный доступ к необходимым инструментам фондового рынка, необходимым для подобного способа финансирования. Типичной схемой рефинансирования для физического лица является покрытие старого займа, посредством получения нового банковского кредита.

Рефинансирование в данном значении термина в своих работах рассматривали А. Е. Ушанов [52] и В. О. Борисова [17].

В сходных условиях часто применяется термин «реструктуризация». По своему употреблению он близок к «рефинансированию», однако между ними есть ключевое отличие. Реструктуризация обозначает изменение условий действующего обязательства, например, пересмотр условий обслуживания кредита [54]. Рефинансирование подразумевает замену одной задолженности другой, возникновение нового обязательства, заменяющего старое.

Таким образом, рефинансирование – это термин, значение которого зависит от используемого контекста. В отношении денежно-кредитной политики Банка России оно рассматривается как кредитование Центральным банком кредитных организаций. С позиции кредитной организации рефинансирование – это способ улучшить структуру активов. Для заемщика термин в первую очередь означает получение нового обязательства с целью закрытия старого.

1.2. Нормативно-правовая база рефинансирования ипотечных кредитов в Российской Федерации

Как указывалось выше, с позиции законодательства рефинансирование трактуется как инструмент денежной политики [3]. Термин встречается в Федеральном законе № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» от 10.07.2002, где разъясняется нормативное представление понятия и указывается, что его формы, порядок и условия устанавливаются Центральным банком [3]. Непосредственное обеспечение исполнения регулирования в

сфере рефинансирования Банк России осуществляет посредством собственных нормативных актов [6,9].

Указание Банка России № 4801-У «О форме и условиях рефинансирования кредитных организаций под обеспечение» от 22.05.2018 определяет форму рефинансирования как предоставление Центральным банком кредитов кредитным организациям под обеспечение, содержание которого определяется либо непосредственно Указанием (ценные бумаги, права требования по кредитным договорам, поручительства) [9], либо статьей 47 федерального закона №86-ФЗ (драгоценные металлы, иностранная валюта, векселя в российской и иностранной валюте, государственные ценные бумаги и иные) [3]. В зависимости от вида кредитной организации и формы залога нормативный акт разъясняет условия осуществления кредитования.

На 02.05.2020 действует и иной документ - Указание Банка России от 23 апреля 2014 г. № 3239-У «О предоставлении Банком России кредитов без обеспечения кредитным организациям», но его текст не включает термин непосредственно. Нормативный акт указывает требования к кредитным организациям, получающим кредит Центрального банка без залога, что, согласно Указанию №4801-У, не является формой рефинансирования [6].

Рефинансирование как функция Банка России достаточно подробно проработано в российском законодательстве как на уровне федеральных законов, так и нормативных актов, что может быть обосновано достаточно активным его применением на практике. Нормативная база на уровне коммерческих банков или клиентов выглядит

совершенно по-иному.

Нормы ипотечной секьюритизации даются Федеральным законом от 11.11.2003 № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» [4]. Непосредственно терминов рефинансирования или секьюритизации документ не содержит, однако он включает базовые нормы, формирующие вторичный рынок ипотечного кредитования, дает понятия различных ипотечных ценных бумаг и специфики их обращения [4]. Исключение составляет закладная, она регулируется Федеральным законом от 16.07.1998 № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)», хотя и признается ценной бумагой [2].

Менее проработано регулирование неипотечной секьюритизации. На протяжении продолжительного периода она вообще находилась вне сферы действия российского законодательства, сделки осуществлялись посредством учреждения специальной компании за рубежом [18]. В 2014-2015 годах Центральный банк выпустил ряд нормативных актов, регулирующих оборот залоговых облигаций. Среди них Указание Банка России от 20.06.2014 № 3289-У «О требованиях к порядку учета денежных требований, являющихся предметом залога по облигациям, и денежных сумм, зачисленных на залоговый счет» [7] и Указание Банка России от 07.07.2014 № 3309-У «О формах и способах принятия рисков по облигациям с залоговым обеспечением специализированного финансового общества и специализированного общества проектного финансирования» [8].

Рефинансирование на уровне клиентов осуществляется

преимущественно на основании Федерального закона от 21.12.2013 № 353-ФЗ «О потребительском кредите (займе)» [5]. Фактически подобная процедура рассматривается как стандартная сделка получения кредита, хотя и со специфической целью. Клиент осуществляет займ с целью погашения предыдущего кредита или нескольких. Применение термина «рефинансирование» в данном случае приобретает специфическое значение, так как повышения ликвидности актива клиента в классическом понимании не происходит.

Таким образом, нормативная база рефинансирования на уровне Центрального банка достаточно развита и проработана, на уровне коммерческих банков менее детализирована, на клиентском уровне рассматривается с позиции регулирования кредитования в целом.

1.3. Модели рефинансирования ипотечных кредитов

Как говорилось выше, трактовка понятия рефинансирования неоднозначна и зависит от контекста. Соответственно способы, которым осуществляют свое рефинансирование различные субъекты экономических отношений также не совпадают.

Сектор ипотечного кредитования – это сложная система, состоящая из трех ключевых элементов. Его структура представлена на рисунке 1.



Рисунок 1 - Структура рынка ипотечного кредитования

В основе лежит рынок недвижимости. Данный элемент может существовать вне системы ипотечного кредитования или даже без участия института ипотеки. На рынке недвижимости совершаются сделки купли-продажи земель, зданий, жилья, передаются права собственности, устанавливаются цены. Он является одной из ключевых частей национальной экономики, выполняет как экономические, так и социальные функции. Основной регулирующей нормативный акт - Гражданский кодекс Российской Федерации [1].

Второй элемент - первичный рынок ипотечного кредитования. На нем непосредственно заключаются договора ипотечного кредитования, происходит взаимодействие кредитной организации и заемщика. Сюда также может быть отнесено и рефинансирование ипотечных кредитов сторонних банков или, иными словами, рефинансирование ипотечного кредита с позиции заемщика. Основной регулирующей нормативный акт - Федеральный закон № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16.07.1998 [2].

Третий элемент – вторичный рынок ипотечного кредитования. Он непосредственно связан с оборотом ипотечных ценных бумаг (ИЦБ). Такие финансовые инструменты, в соответствии с текущим законодательством Российской Федерации, могут быть эмитированы в двух формах: облигации с ипотечным покрытием и ипотечные сертификаты участия. Основной регулирующий нормативный акт – Федеральный закон № 152-ФЗ от 11.11.2003 «Об ипотечных ценных бумагах» [4].

Облигацией с ипотечным покрытием называется облигация, исполнение обязательств по которой полностью или частично обеспечено залогом ипотечного покрытия. Ипотечный сертификат участия – это именная ценная бумага, закрепляющая за ее владельцем долю в общей собственности на ипотечное покрытие и связанные с ней права.

Помимо данных ценных бумаг в обороте могут находиться закладные. По своей природе они схожи с ипотечными ценными бумагами, однако регулируются иным нормативным актом – Федеральным законом № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16.07.1998 [2].

Закладная – это ценная бумага, которая утверждает за своим владельцем право на получение исполнения по денежным обязательствам, обеспеченным ипотекой, и право залога на имущество, обремененное ипотекой.

Доступ на вторичный рынок ипотечного кредитования в качестве эмитента ограничен. Выпускать облигации с ипотечным покрытием могут только кредитные организации и ипотечные агенты, специализированные коммерческие организации, исключительным видом деятельности которых

является приобретение прав требований по обязательствам, обеспеченным ипотекой. Выдача ипотечных сертификатов участия разрешена исключительно кредитным организациям и коммерческими организациями, с лицензией на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами.

Степень развития этих элементов в совокупности с иными особенностями развития финансовой системы определяет модель ипотечного кредитования. Всего выделяют три основных подобных модели, представленные на рисунке 2 [14,45].

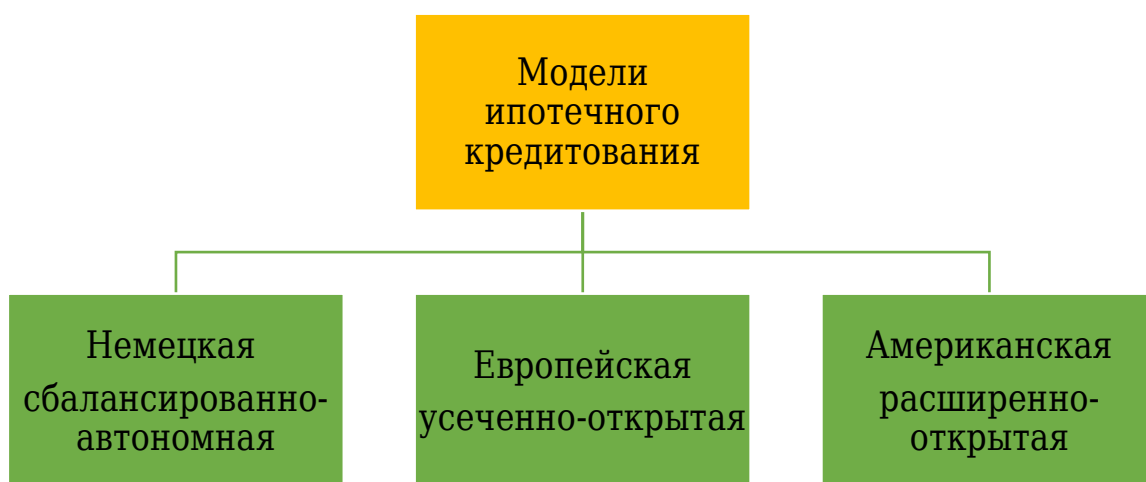


Рисунок 2 - Модели ипотечного кредитования

Немецкая модель, она же сбалансированно-автономная и ссудо-сберегательная, подразумевает наличие специальных кредитных организаций, строительно-сберегательных касс. В некоторых случаях их роль могут исполнять ипотечные банки. Физическое лицо, желающее приобрести некое недвижимое имущество, открывает в таком учреждении накопительный счет, на котором аккумулирует средства до определенной суммы. После оно получает кредит на

приобретение недвижимости под ее залог. Государство может поддерживать данную систему посредством субсидий.

Такая модель обладает рядом достоинств и недостатков.

С одной стороны, она мало зависит от состояния экономической конъюнктуры, поскольку банку нет нужды привлекать внешние заимствования для ее финансирования. Снижен кредитный риск, так как не требуется подтверждение платежеспособности заемщика – он демонстрирует ее аккумулируя средства на счете, и как следствие, кредит более доступен по уровню доходов. Не задействуются механизмы фондового рынка. Как итог, ставка ипотечных кредитов оказывается ниже.

С другой стороны, между открытием счета и накоплением нужной суммы может пройти длительный период времени. Средства, аккумулируемые на счете, на некоторое время покидают оборот. К тому же возникает риск формирования финансовой пирамиды.

Данная модель плохо функционирует в условиях высокой и (или) нестабильной инфляции, и подразумевает высокую степень проработки соответствующих нормативных актов, что делает ее эффективность ограниченной в развивающихся странах. Тем не менее в Германии и других странах Европы она получила значительное распространение.

В Германии эта модель сформировалась после Первой мировой войны как способ привлечь инвестиции в строительный сектор разоренной экономики. В действительности, сниженная восприимчивость к условиям внешней среды делает ее привлекательной в случаях, когда применение ипотечного кредитования банком в общем

порядке оказывается затруднительным. Сама практика подобного способа финансирования не нова – подобные учреждения существовали и раньше, однако именно в послевоенной Германии за счет государственной поддержки они получили особое значение на финансовом рынке.

Европейская или усечено-открытая модель предполагает наличие вторичного рынка ипотечного кредитования. Она характерна для универсальных банков. Кредитная организация, предоставляющий ипотечные кредиты, под их обеспечение выпускает ипотечные ценные бумаги, привлекая долгосрочное финансирование. Такие бумаги, как правило, имеют высокий рейтинг надежности, а потому на них формируется высокий спрос. Для финансирования ипотечных кредитов банк может привлечь финансирование из разнообразных источников: собственного капитала, средств на депозитах, межбанковских кредитов. Процентная ставка формируется на рыночных основаниях и сильно зависит от внешней экономической среды. В таких условиях не формируется общий стандарт ипотечного кредита: каждый банк разрабатывает и предлагает свой уникальный продукт.

В отличие от немецкой модели, европейская подразумевает сильную зависимость процентных ставок от рыночной ситуации. Число привлекаемых кредитных ресурсов ограничено.

Для функционирования системы требуется проработанная нормативная база и спрос на соответствующие финансовые активы на фондовом рынке. В обществе должно укорениться доверие к эмитируемым банками специальным ценным бумагам – они должны

восприниматься как финансовые инструменты со сравнительно невысоким риском.

Данная модель получила распространение в Великобритании, Дании, Италии и других странах Европы.

Американская или расширенно-открытая модель предполагает наличие организации-посредника. Банк переуступает права требования по сформированным пулам ипотечных кредитов специализированным агентствам, которые выпускают под их залог ипотечные ценные бумаги. В отличие от европейской модели, роли кредитора и эмитента разнятся.

Американская модель имеет множество положительных сторон. Она позволяет массово привлекать инвестиции, повышать оборачиваемость банковских активов и перераспределять риски.

Особое распространение эта модель получила в Соединенных Штатах Америки, где в 2006 – 2007 годах и продемонстрировала свой главный недостаток [26].

Проблемой может стать крайне высокие требования к нормативному регулированию, поскольку под действием рыночных механизмов в некоторых условиях данная модель приводит к формированию ипотечных пузырей. Для предотвращения негативного направления ее развития требуется жесткий контроль со стороны государства, в первую очередь в направлении сохранения баланса между стоимостью ипотечных ценных бумаг и залогового имущества.

Сопоставление различных моделей ипотечного кредитования представлено в таблице 1.

Таблица 1 - Модели ипотечного кредитования

Критерии	Немецкая	Европейская	Американская
Способ привлечения ресурсов	Целевые накопления	Произвольный	Ипотечные ценные бумаги
Стоимость привлекаемых ресурсов	Ниже рыночной	Рыночная	Рыночная
Посредник	Не требуется	Не требуется	Требуется
Задействование фондового рынка	Не требуется	Требуется	Требуется
Кредитор	Строительно-сберегательная касса	Универсальный банк	Произвольный
Получение кредита	После накопления определенного объема сбережений	После обращения в банк	После обращения в банк

Обычно страна не характеризуется какой-то одной из описанных моделей: в том или ином виде присутствуют все три.

Таким образом, сектор ипотечного кредитования состоит из трех ключевых элементов: рынка недвижимости, рынка первичного ипотечного кредитования, и рынка вторичного ипотечного кредитования. В зависимости от их соотношения формируется модель ипотечного кредитования. На текущий момент выделяют три наиболее распространённых: немецкую, европейскую и американскую.

1.3. Проблемы и угрозы функционирования ипотечных рынков (на примере США и Дании)

Основная угроза, которую несет в себе ипотечный рынок, и которая была неоднократно реализована в последние годы - это возможность формирования «ипотечного пузыря». Ипотечный пузырь - это состояние рынка ипотечного кредитования, когда его быстрый рост

происходит за счет высоко рискованных ресурсов. Поскольку ипотечный кредит как правило выдается на длительный срок, от года до нескольких десятилетий, последствия экстенсивного расширения начинают сказываться в отдаленной перспективе. Признаки данной негативной тенденции различны:

- наращивание просроченной задолженности;
- рост доли сомнительных заемщиков;
- нарушение баланса между рыночной стоимостью ипотечных ценных бумаг и ценами на залоговое имущество;
- повышенное доверие к надежности возврата средств по ипотечным кредитам;
- максимизация привлекательности ипотечных продуктов банка для потребителей.

Одним из самых известных примеров формирования ипотечного пузыря является экономика Соединенных Штатов Америки в 2001-2008 годах [26].

На рынке ипотечного кредитования есть сегмент нестандартного кредитования. В него попадают те заемщики, которые по тем или иным причинам не могут получить стандартные ипотечные продукты. В большинстве случаев риски по таким кредитам выше, что делает их менее привлекательными для кредитных организаций. В первом десятилетии двадцатого века в США сложилась ситуация, в которой кредитные организации начали стремительно наращивать свою активность в данном проблемном секторе.

2001-2005 годы строительный рынок страны переживал стремительный подъем, цены на квадратный метр недвижимости стабильно возрастали. Сформировался образ

вложений в него как достаточно доходных с небольшим риском. Инвестиции в экономику США выглядели привлекательно и их объем увеличивался.

В таких условиях ипотечное кредитование представлялось почти безрисковым инструментом. В случае, если заемщик не возвращал долг, возросший за это время в цене залог покрывал обязательства. Ипотечные ценные бумаги пользовались большим спросом на фондовом рынке из-за сочетания высокого рейтинга надежности и достаточной доходности. В таких обстоятельствах кредитные организации оказались крайне заинтересованы в расширении своих ипотечных программ.

Спрос на ипотечные кредиты у населения ограничен. Для охвата новых заемщиков банки обратились к сегменту нестандартного кредитования. Для компенсации возросших рисков массово выдаются кредиты с плавающей ставкой, формирующейся в зависимости от некоего макроэкономического показателя, зачастую - средней процентной ставки межбанковского кредита.

В 2006 году ситуация изменилась и цены на жилье начали снижаться. К тому моменту объем рискованных ипотечных кредитов составлял около 20% всего ипотечного рынка страны - более 600 миллиардов долларов.

Падение своих доходов от реализации залогового имущества банки компенсировали в том числе посредством межбанковского кредита, его средняя ставка начала возрастать. Следом за ней начали увеличиваться привязанные к ней плавающие ставки по взятым ипотечным кредитам. Множество заемщиков оказались больше не

способны выполнять свои обязательства. Далее ситуация развивалась лавинообразно: чем больше банки реализовывали залогов, тем сильнее падала стоимость недвижимости. Привлекательность ипотечных ценных бумаг резко упала.

Кризис, начавшийся из-за схлопывания ипотечного пузыря в США перерос в мировой экономический кризис.

На 2019 год страна с самым большим в мире рынком ипотечных облигаций – это Дания. Ее ипотечные облигации торгуются близко к кривой государственных облигаций из-за высокого рейтинга (зачастую AAA) и высокой ликвидности [65].

На текущий момент в финансовом секторе страны сложилась опасная ситуация: в 2019 году датский Jyske Bank, третий по величине банк государства, предложил ипотечные кредиты по ставке минус 0,5% годовых [21]. Выгодные предложения кредитных организаций провоцируют население наращивать объемы приобретаемой недвижимости. В условиях низкой инфляции (около 0,2%) и сильно замедлившегося роста экономики проявляются признаки ипотечного пузыря: снизившаяся доходность по ипотечным кредитам наряду с сохраняющимся спросом на ипотечные ценные бумаги.

Негативных тенденций в направлении снижения требований к заемщикам по ипотечным кредитам в стране не наблюдается, но в условиях сокращения экономического роста инвестиции банка в виде кредитования предприятий теряют свою доходность. Естественная реакция банковских организаций – расширение иных сфер своей деятельности.

Помимо признаков уже развивающегося пузыря можно выделить условия, в которых его формирование наиболее вероятно:

- продолжительный рост цен на рынке недвижимости;
- высокие рейтинги надежности ипотечных ценных бумаг на фондовом рынке;
- низкий уровень ставки межбанковского кредитования;
- развитый вторичный рынок ипотечного кредитования.

Рост цен на рынке недвижимости в Дании наблюдается уже с 2012 года. Средняя цена на квартиру в многоквартирном доме по всей стране представлена на рисунке 3[64].

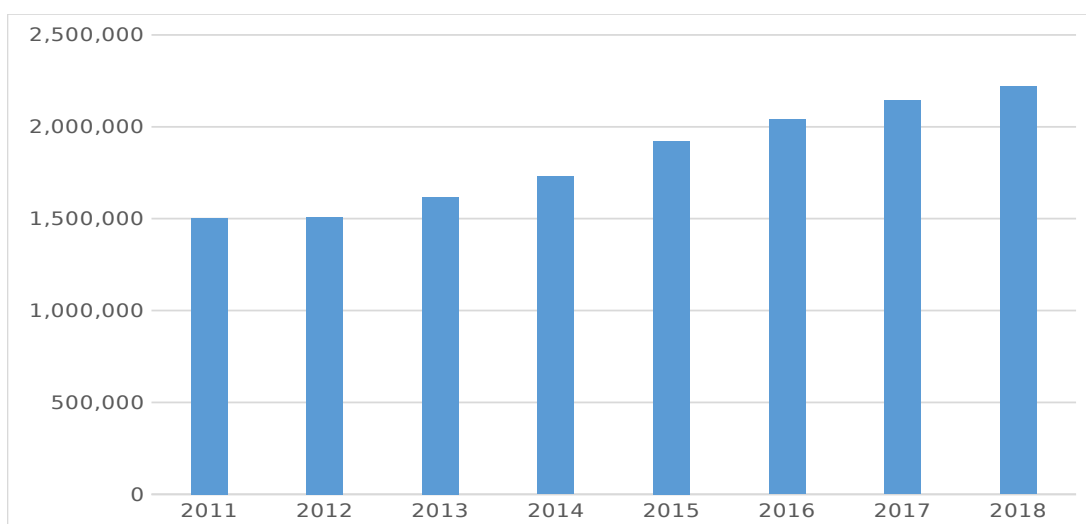


Рисунок 3 - Средняя стоимость квартиры в многоквартирном доме Дании, датские кроны

Цены демонстрируют устойчивый равномерный рост на протяжении семи лет с 2012 по 2018 годы. В таких условиях недвижимость воспринимается как эффективный способ вложения средств и одновременно – как надежный залог. Центральный банк Дании в последние годы держит отрицательную ставку рефинансирования кредитных организаций с целью защиты датской кроны от евро [65].

На ипотечном рынке страны сложились условия для формирования ипотечного пузыря и уже присутствуют некоторые признаки начала этого процесса. Главным сдерживающим фактором выступает местное законодательство, строго определяющее соотношение эмитируемых ипотечных ценных бумаг и выдаваемых ипотечных кредитов.

Таким образом, европейская и американская модели ипотечного кредитования подразумевают активное привлечение средств посредством фондового рынка и в некоторых условиях приводят к формированию ипотечного пузыря. Такое негативное развитие событий произошло в США в 2006-2007 годах. На данный момент предпосылки развития ипотечного пузыря присутствуют в Дании.

1.4. Способы рефинансирования ипотечных кредитов

Помимо моделей ипотечного кредитования разнятся и способы рефинансирования, применяемые в их рамках.

С точки зрения частного рыночного сектора, рефинансирование ипотечных кредитов может быть условно разделено на банковское и клиентское. Это принципиально разные механизмы.

Когда коммерческий банк осуществляет рефинансирование ипотечных кредитов, он стремится повысить оборачиваемость своих активов. Средства, вложенные в ипотечное кредитование, имеют сравнительно низкую ликвидность, что обосновывается продолжительным периодом их возврата. Прямо пропорционально сроку их

нахождения в обороте возрастают риски, характерные для любого кредитования, в том числе кредитный риск.

Для решения данной проблемы коммерческий банк может обратиться к процедуре рефинансирования ипотечных кредитов. Она может осуществляться разными способами:

1) продажа кредитного пула без последующей эмиссии ипотечных ценных бумаг;

2) сохранение актива на балансе организации с последующей эмиссией ипотечных ценных бумаг;

3) продажа кредитного пула с последующей эмиссией ипотечных ценных бумаг.

Первый вариант является также и самым простым. Кредитная организация формирует и продает кредитные пулы, списывая задолженность со своего баланса. Эмиссии ипотечных ценных бумаг не происходит, организация-покупатель получает свой доход посредством погашения заемщиком обязательств. Отношения, возникающие в процессе, регулируются Федеральным законом №102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» [2].

Данный способ не требует развитого фондового рынка и потому активно практикуется в странах с низким уровнем развития финансового сектора. Он также может использоваться в случаях, когда на балансе банка находится избыток слабо ликвидных активов в виде долгосрочных ипотечных кредитов в развитых странах, например, если продаваемый пул имеет низкий рейтинг.

Кредитная организация как залогодержатель может переуступить права по обеспеченному ипотекой обязательству любому третьему лицу, если иное не

установлено законом и не противоречит заключенному договору.

Второй способ несколько более сложен в реализации, поскольку требует задействования механизмов рынка ценных бумаг. Он не подразумевает продажи кредитного пула, фактический актив остается на балансе банка. Под его залог кредитная организация эмитирует специальные ценные бумаги.

Принято считать, что они обладают высокой надежностью, так как обязательства по ним обеспечены имеющимися у банка обязательствами по ипотечным кредитам и соответствующим залогом. Для инвесторов такие бумаги представляют существенный интерес. Банк же оказывается в положении посредника: он собирает средства, выплачиваемые должниками по их обязательствам и покрывает ими собственные обязательства перед держателями ценных бумаг. Происходит простая секьюритизация, не требующая участия специальной организации, промежуточного звена между банком и фондовым рынком.

В Российской Федерации данная практика регулируется в первую очередь Федеральным законом № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» от 11.11.2003 [4]. Непосредственно терминов рефинансирования или секьюритизации документ не содержит, однако он включает базовые нормы, формирующие вторичный рынок ипотечного кредитования, дает понятия различных ипотечных ценных бумаг и специфики их обращения.

Третий способ подразумевает наиболее сложную схему реализации. Как и в первом, сначала банк формирует и продает некоторый пул ипотечных кредитов. Непосредственную эмиссию ипотечных ценных бумаг осуществляет другая организация, для которой это является основным видом деятельности. Банк может как остаться посредником между заемщиками и другими участниками цепочки, так и полностью покинуть ее. Организация рефинансирования ипотечных кредитов таким путем требует достаточно сложной инфраструктуры: не только развитого фондового рынка, но и присутствия компаний, специализирующихся на посредничестве. Данный метод называют сложной секьюритизацией.

В российском законодательстве он регулируется Федеральным законом № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» от 11.11.2003 [4].

На уровне физических лиц, клиентов банковских организаций, как говорилось выше, термин «рефинансирование» приобретает особое значение. В банковской практике часто поясняют, «рефинансирование кредитов сторонних банков», уточняя, что речь идет именно об данном подходе к трактовке термина. Слово-синоним – «перекредитование».

Совершаться схема подобного рефинансирования может как в пределах одной кредитной организации, так и посредством иной, не являющейся изначальным кредитором. Заемщик, в большинстве случаев - физическое лицо, оформляет кредит в новом банке, тот перечисляет изначальному кредитору определенную сумму денег, которая

полностью или частично покрывает обязательства должника. В некоторых случаях объем второго займа может быть даже больше и остаток средств используется по усмотрению заемщика.

В случае с ипотечным кредитом задействие второго банка создает определенные трудности. Требуется перерегистрировать залог на новый банк, что занимает определенное время. В этот период риски организации, осуществляющей рефинансирование, особенно велики, поскольку кредит оказывается не обеспеченным. До момента переоформления залога назначается повышенный процент, который снижается после завершения необходимых процедур. Когда перекредитование происходит внутри одной кредитной организации подобная мера не требуется, поэтому издержки заемщика оказываются меньше.

Причины, по которым заемщики обращаются к подобному механизму, могут быть различны:

- снижение процентной ставки;
- более удобный график платежей;
- изменение сроков внесения выплат;
- смена валюты кредита;
- объединение кредитов нескольких банков в одной организации и иные.

По своему механизму процедура схожа с обычным процессом получения кредита. Банк оценивает платежеспособность клиента, что для последнего может быть как плюсом, так и минусом. Если материальное положение клиента за период, прошедший с момента получения первого кредита, улучшилось, то ему могут быть предложены лучшие

условия, однако, если, напротив, имело место ухудшение, кредитная организация, возможно, откажет в перекредитовании.

Для банка рефинансирование ипотечных кредитов представляет особый интерес в связи с изменением ключевой ставки. За счет разницы в стоимости привлекаемых средств в различные периоды времени организации могут предоставлять займы на различных условиях. На российском рынке за последние три года такая ситуация складывалась уже дважды, во время снижения ключевой ставки в 2018 и 2019 годах.

Таким образом, выделяется три основных способа рефинансирования ипотечных кредитов для кредитной организации: продажа кредитного пула без последующей эмиссии ипотечных ценных бумаг, сохранение актива на балансе организации с последующей эмиссией ипотечных ценных бумаг, продажа кредитного пула с последующей эмиссией ипотечных ценных бумаг.

2. АНАЛИЗ МЕТОДОВ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ В РОССИЙСКОЙ ПРАКТИКЕ

2.1. Анализ российского рынка ипотечного кредитования

В современной России ипотечное кредитование широко практикуется. Доля ипотечных кредитов в розничном кредитном портфеле с 2014 по 2018 годы непрерывно возрастала, что можно увидеть на рисунке 4[57].

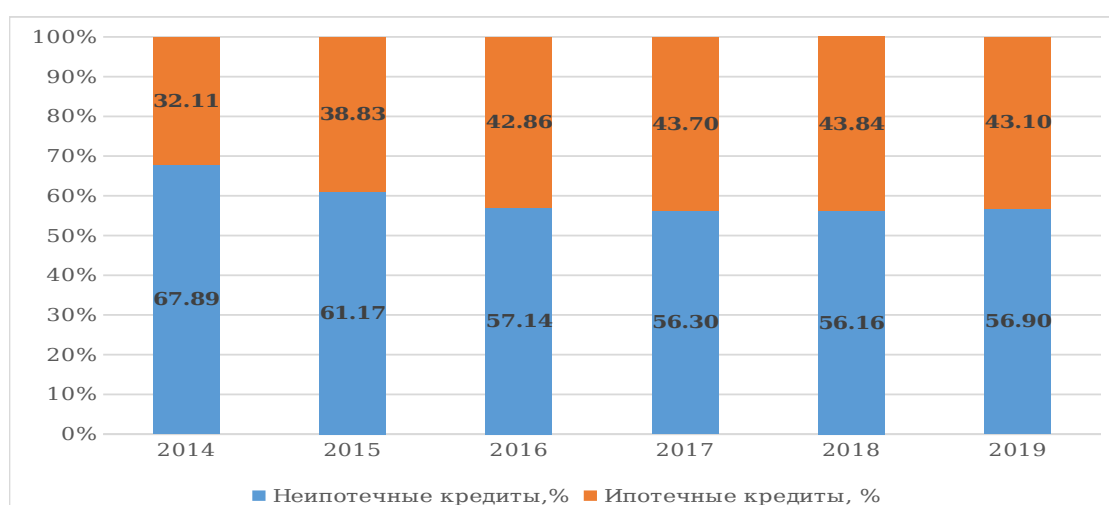


Рисунок 4 - Структура розничного кредитного портфеля
банков, %

С 32,11% в 2014 году к 2018 году доля увеличилась на 11,73%. Особенно резкий рывок произошел в начале рассматриваемого периода, между 2014 и 2015 годом. В 2018 году доля ипотечных кредитов достигла максимума почти в 44%, но 2019 год отметился ее незначительным снижением, первым за шесть лет. Тем не менее, значение ипотечного кредитования в банковском портфеле физических лиц остается высоким.

Объемы ипотечного рынка Российской Федерации представлены на рисунке 5[57]. 2019 год не был удачным для

российского ипотечного рынка - впервые с 2015 года снизился объем выдаваемых кредитов. Падение составило примерно 6% от объемов 2018 года. Тем не менее, итоги 2019 года остались выше уровня 2017 почти на 40%.

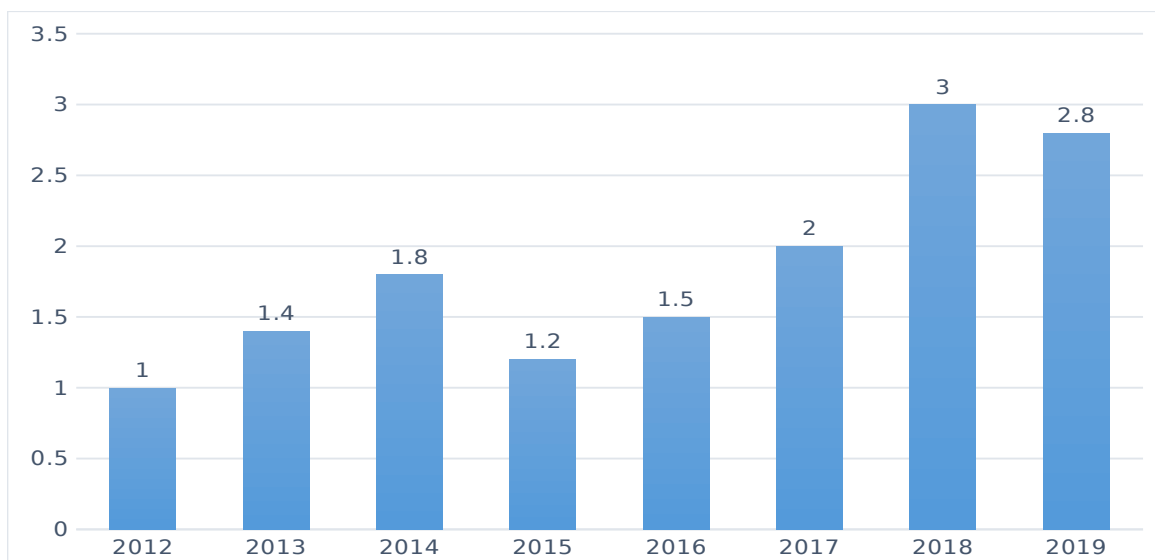


Рисунок 5 - Объем предоставленных ипотечных кредитов по годам в Российской Федерации, триллионы рублей

Такая динамика может быть обоснована сочетанием колебаний средневзвешенной ставки по ипотечным кредитам в стране и цен на недвижимость.

Средневзвешенная процентная ставка ипотечного кредитования за месяц с апреля 2017 года по март 2020 представлена на рисунке 6 [57].

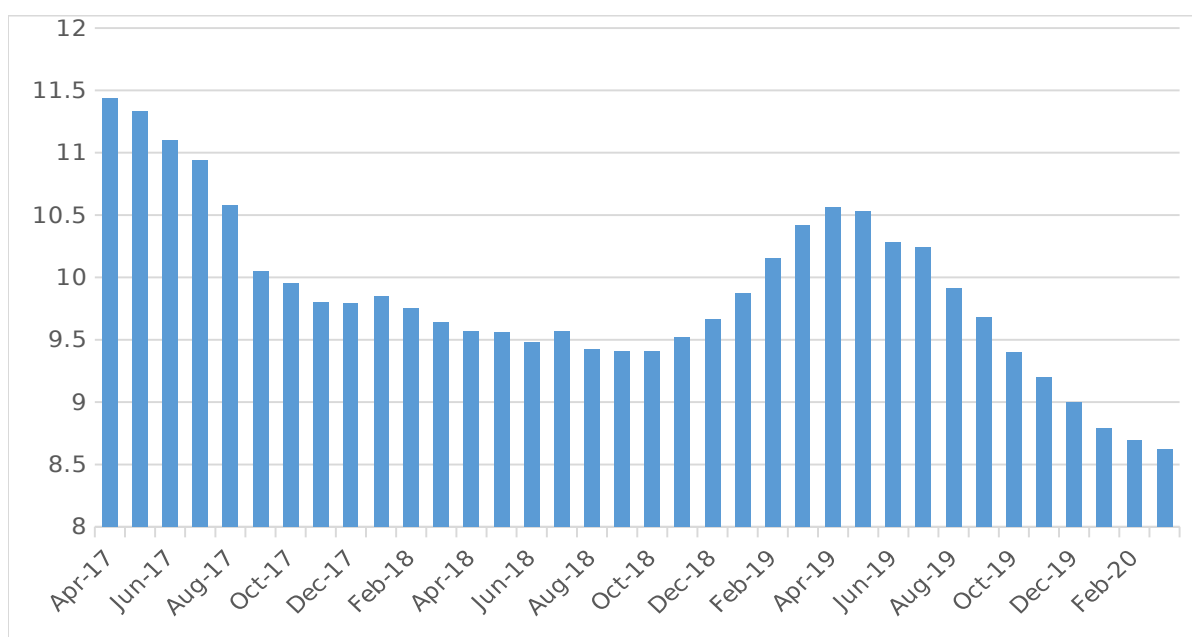


Рисунок 6 - Динамика средневзвешенной ставки ипотечного кредитования по месяцам, %

В 2018 году средневзвешенная ставка ипотечного кредитования остается на стабильно низком уровне, колеблясь в диапазоне от 9,85% (январь) до 9,41% (сентябрь-октябрь). Достигнув минимальных значений во второй половине года, ставка начинает постепенно возрастать, в последних месяцах 2018 года формируется тенденция к повышению, которая продолжается до середины 2019 года. На апрель 2019 года пришлось пиковое значение за последние два года - 10,56%. Позднее средневзвешенная

ставка начинает снижаться. Последние три месяца 2019 года показатель оказывается ниже минимального значения в 2018 году, в декабре ставка составила всего 9%.

Тем не менее, за счет роста в начале 2019 года, среднегодовая ставка 2018 года оказывается ниже.

Такая динамика показателя в целом может быть обоснована колебания ключевой ставки Банка России, представленными на рисунке 7 [30].

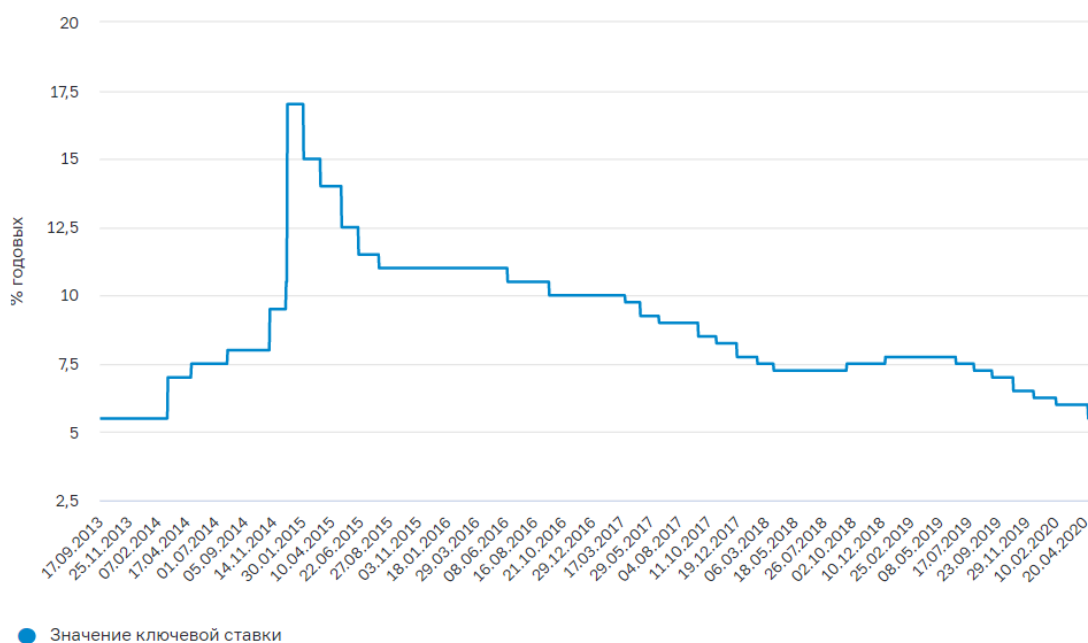


Рисунок 7 - Ключевая ставка Центрального банка, % [30]

Динамика ключевой ставки и средневзвешенной ставки по ипотечным кредитам в рассматриваемом периоде совпадает: снижение в 2017 году, стабилизация в первой половине 2018 года, рост в начале 2019 года и спад под его конец. Эти показатели сильно взаимосвязаны, так как ключевая ставка определяет стоимость ресурсов банка, формирующих его предложение по кредитам и ограничивающих его возможности на рынке.

Вторым фактором, спровоцировавшим колебания в секторе ипотечного кредитования, можно назвать изменения

на рынке недвижимости. Динамика средних цен на один квадратный метр представлена на рисунке 8[57].



Рисунок 8 - Динамика цен на первичном и вторичном рынке недвижимости

На протяжении всего 2018 года цены на первичном рынке увеличивались практически линейно, причем относительно предыдущего 2017 года темп роста значительно ускорился. Небольшое снижение произошло в первом квартале 2019 года, но к третьему оно уже было полностью скомпенсировано восстановившимся подъемом.

На вторичном рынке продолжительная тенденция на спад сохранялась с 2015 года. В первом квартале этого года было достигнуто рекордное среднее значение в 58,7 тысяч рублей, максимальное за период с 2014 по 2019 годы. В конце 2017 цены достигли минимальное в рассматриваемом временном промежутке положение в 52,3 тысячи рублей, ненадолго стабилизировались и с первого квартала 2018 начали возрастать. Особенно резкий скачек произошел между последним кварталом 2018 и первым 2019 – с 54,9 до

57 тысяч рублей или примерно на 3,85%.

Таким образом, 2018 год оказался более стабильным как в отношении средневзвешенной процентной ставки по ипотечным кредитам, так и по динамике цен на недвижимость. В 2019 году были достигнуты рекордно низкие значения ставки и первое за долгое время снижение на первичном рынке жилья, однако им не удалось выправить итоговый объем выданных ипотечных кредитов до достигнутого в 2018 году.

Наряду с уменьшением объемов выдачи ипотечных кредитов в стране, происходят изменения в его внутренней структуре. Уменьшение средневзвешенной ставки по ипотечным кредитам сопровождается изменением иных условий их выдачи. На рисунке 9 представлено соотношение выданных кредитов по их объему [57].

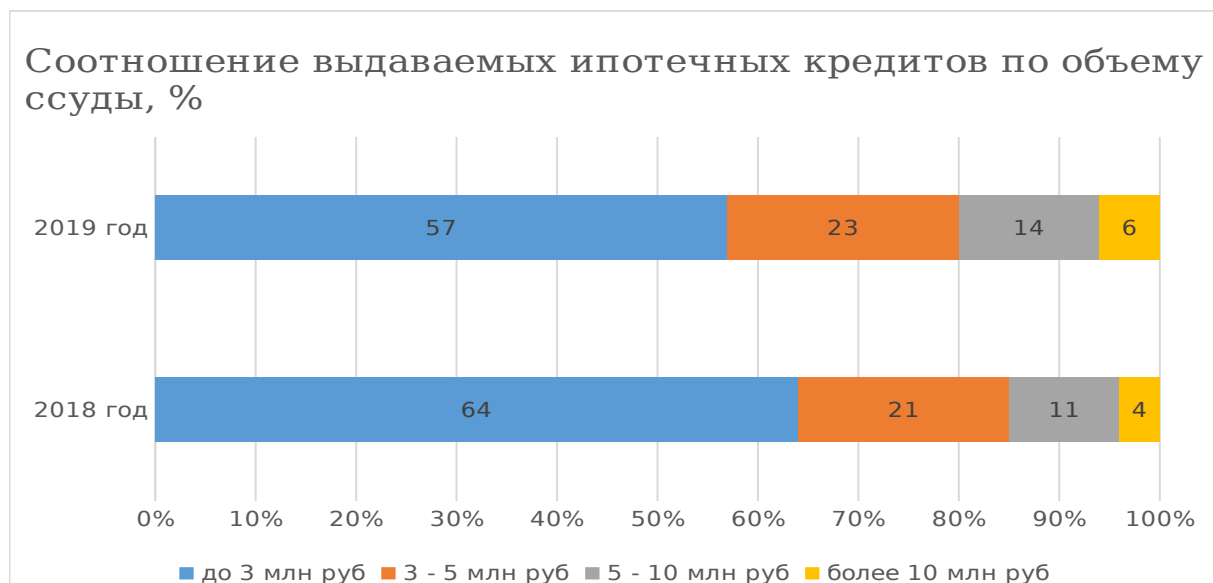


Рисунок 9 - Структура выданных ипотечных кредитов по объему ссуды

Наблюдается увеличение доли кредитов, объемом свыше трех миллионов рублей на 7%. В некоторой мере, такая динамика является предсказуемой на фоне роста цен на

жилье, так как между последними кварталами 2018 и 2019 годов средняя стоимость на квадратный метр жилья на вторичном рынке возросла примерно настолько же: чуть более 6,6%. Иная ситуация сложилась на первичном рынке из-за спада цен в начале 2019 года рост за тот же период составил всего около 4%.

Объем введенного в действие жилья в 2018 году (75,7 миллионов квадратных метров) снизился относительно 2017 года (79,2 миллиона квадратных метра). В 2019 году, напротив, наблюдался первый с 2016 года рост – 79,4 миллиона квадратных метров.

В 2018 году сложились выгодные условия ипотечного кредитования, стимулирующие предложение, однако серия повышений ключевой ставки привела к росту средневзвешенной ставки в соответствующем секторе финансового рынка. Снижение цен в начале 2019 года может расцениваться как компенсация пониженной привлекательности продаваемой недвижимости. Дальнейшее понижение ставок выровняло ситуацию и цены на первичном рынке вернулись к росту.

Помимо среднего объема выдаваемых ипотечных кредитов увеличились сроки их предоставления. Структура выданных ссуд по сроку кредитования представлена на рисунке 10[57].

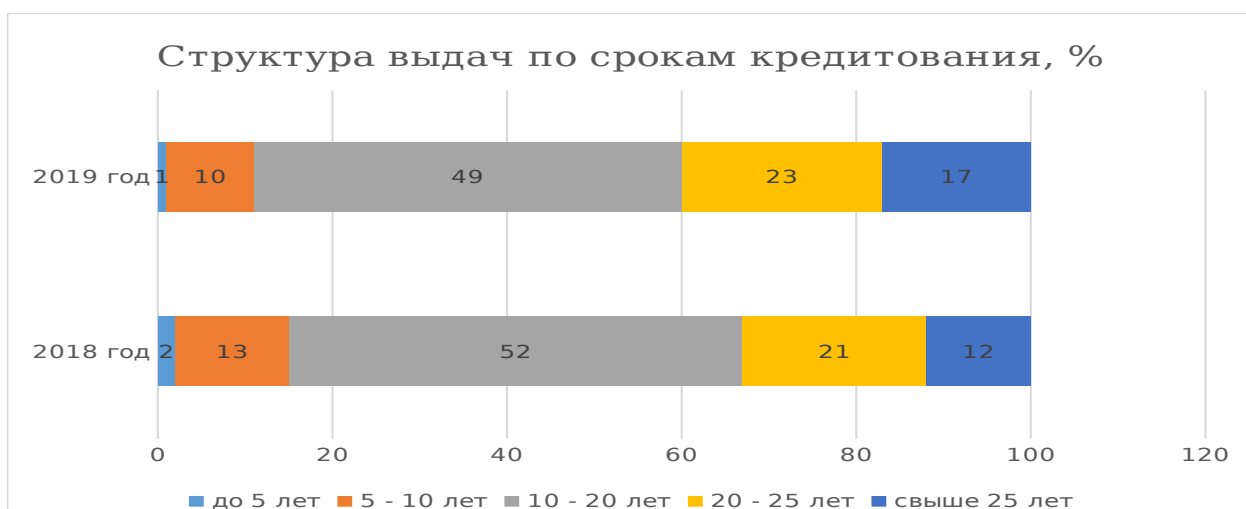


Рисунок 10 - Структура выданных ипотечных кредитов по срокам кредитования

Наблюдается смещение в пользу более долгосрочных кредитов. Произошло снижение долей кредитов сроком менее двадцати лет. Тенденция к увеличению продолжительности действия ипотечных кредитов может быть оценена как показатель снижения платежеспособности заемщиков, которые заинтересованы в минимизации издержек по своим обязательствам.

Другим индикатором служит увеличение требований к первоначальным взносам. Структура ипотечного рынка по заращиваемым первоначальным взносам представлена на рисунке 11[57].

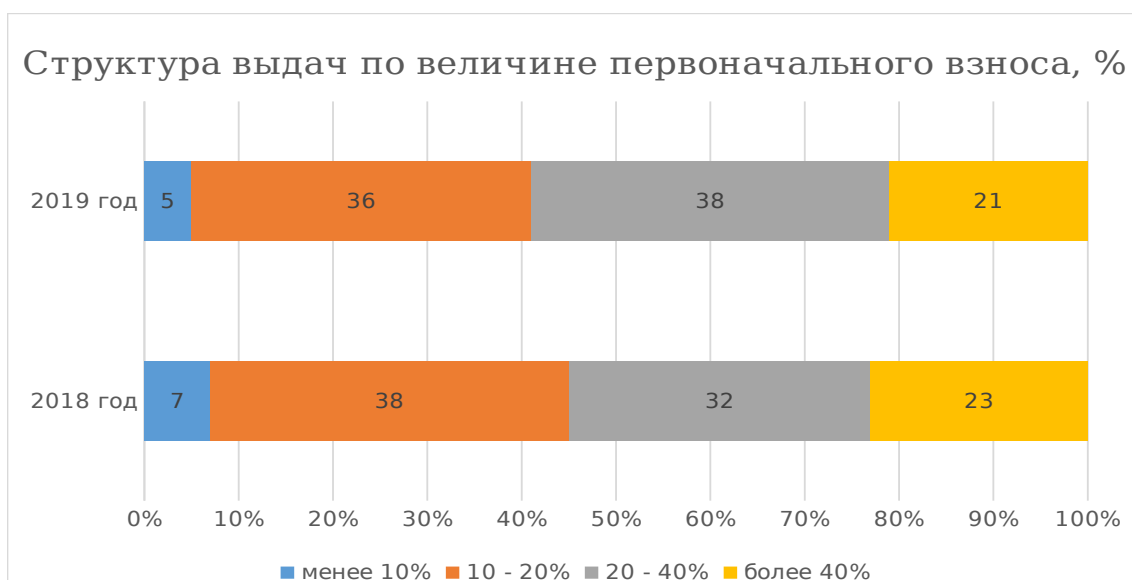


Рисунок 11 - Структура выданных ипотечных кредитов по величине первоначального взноса

В 2019 году наблюдается отчетливая тенденция к увеличению доли кредитов с первоначальным взносом 20-40%, сопровождаемая снижением всех остальных долей. Это может трактоваться как увеличение среднего значения, но рост происходит в том числе за счет части с первоначальным взносом более 40%. Сложившаяся ситуация говорит скорее об стандартизации предложения, чем ухудшении качества заемщиков, что оправдано в условиях сокращения общего объема выдач.

Согласно статистическим данным, в 2019 году действительно произошел резкий рост доли заемщиков с месячными доходами более 100 тысяч рублей [44, 51]. Она увеличилась на 6% (с 27% до 33%). Параллельно на 5 процентных пунктов снизилась доля с доходами менее 30 тысяч рублей (с 15% до 10%). В целом наблюдается повышение среднего уровня доходов среди заемщиков, что может быть обосновано введением более строгих условий по предоставляемым ипотечным кредитам.

На 2019 год ипотечные кредиты получали преимущественно лица с детьми (более 70% всех заемщиков) [28, 57]. Средний возраст – 33 года, в 2018 году – 32,5 лет. 69% заемщиков младше 35 лет. Образование большинства – высшее, наиболее часто встречаемая должность – специалист или руководитель среднего звена. Совокупный доход домохозяйства, получившего в 2019 году обременение в виде обслуживания ипотечного кредита, составил в среднем 70-80 тысяч рублей в месяц при среднем платеже в 22 тысячи рублей (25-30% от доходов домохозяйства).

Таким образом, в 2019 году на рынке ипотечного кредитования наблюдается снижение объемов, сопровождаемое ухудшением предлагаемых условий: повышением средневзвешенной ставки (на начало года) и увеличением сроков. Спрос на ипотечные кредиты сокращается в первую очередь за счет клиентов со средними или невысокими доходами. Рост цен на рынке недвижимости приводит к увеличению среднего объема выданных займов. Повышенное предложение на первичном рынке жилья происходит параллельно с ухудшением условий ипотечного кредитования, сокращаются цены на недвижимость, реализуемую застройщиком.

2.2. Региональные аспекты развития рынка ипотечного кредитования в Российской Федерации

Российский банковский рынок отличается высокой неоднородностью распределения по регионам. Число кредитных организаций, зарегистрированных в субъектах страны, представлено на рисунке 12 [38, 42].

Всего на конец 2019 года в стране действует 442 кредитные организации. Из них 253 приходится на Центральный Федеральный округ (примерно 57,24% от общего числа), 227 - на Москву (около 51,36% от общего числа). Второе место по числу зарегистрированных кредитных организаций занимает город Санкт-Петербург. Его доля на конец 2019 года составила всего 5,43% (24 действующих организации). При этом среди федеральных округов Северо-западный занимает только третье место, уступая помимо Центрального еще и Приволжскому (57 кредитных организаций). На семнадцать субъектов не приходится ни одной организации, еще двадцати трех расположена только одна.



Рисунок 12 - Распределение кредитных организаций по субъектам

Из 442 кредитных организаций только 318 (примерно 71,95%) предоставляют ипотечные жилищные кредиты. Их распределение по субъектам представлено на рисунке 13 [38,42].

Также, как и в случае с количеством действующих кредитных организаций, максимальная концентрация

кредитных организаций, выдающих ипотечные жилищные кредиты, приходится на Москву (136 организаций или 30,77% от общего объема). Второе место среди субъектов сохраняет Санкт-Петербург (19 организаций или всего 4,3% от общего объема). Тринадцать организаций, выдающих ипотечные жилищные кредиты, расположены в республике Татарстан (2,94% от общего числа). Больше ни в одном субъекте их количество не превышает восьми. В совокупности на Москву, Санкт-Петербург и Татарстан приходится 38,24% от общего объема.

На территории двадцати пяти субъектов располагается только одна организация, на территории двадцати – ни одной.

Тем не менее, кредитные организации, осуществляющие выдачу ипотечных жилищных кредитов, куда менее концентрированы в отдельных субъектах, чем просто кредитные организации.

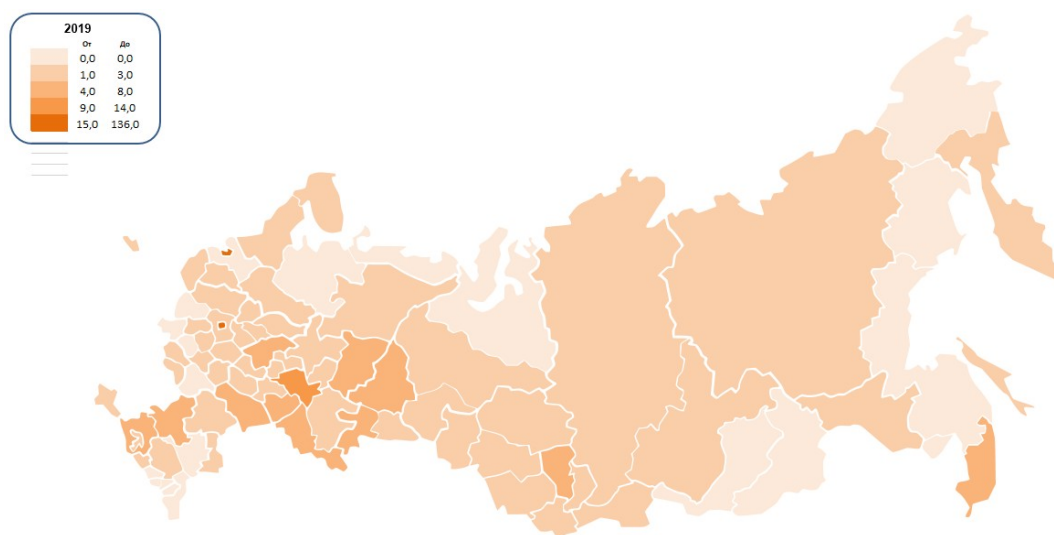


Рисунок 13 - Распределение кредитных организаций, выдающих ипотечные жилищные кредиты по субъектам

В Российской Федерации на конец 2019 года действовало 48 кредитных организаций, привлекающих рефинансирование на вторичном рынке ипотечного

кредитования. Их доля в совокупном числе действующих кредитных организаций составила 10,86%. Распределение кредитных организаций, осуществлявших в течение четвертого квартала 2019 года операции по рефинансированию ипотечных жилищных кредитов, по субъектам представлено на рисунке 14 [38,42].

Операции рефинансирования ипотечных жилищных кредитов совершают кредитные организации, зарегистрированные в шестнадцати субъектах. Максимальное количество приходится на Москву (23 организации или 47,92% от общего числа). В городе Санкт-Петербурге всего четыре таких организации (8,33% от общего числа). В семи субъектах располагаются по две соответствующие кредитные организации, еще в семи – по одной.

На Центральный федеральный округ пришлось всего 52,08% кредитных организаций, привлекающих рефинансирование на вторичном рынке. В Приволжском федеральном округе их восемь (16,67% от общего числа в стране). Северо-Западный на конец 2019 года оказался только на третьем месте (четыре организации или 8,33%).

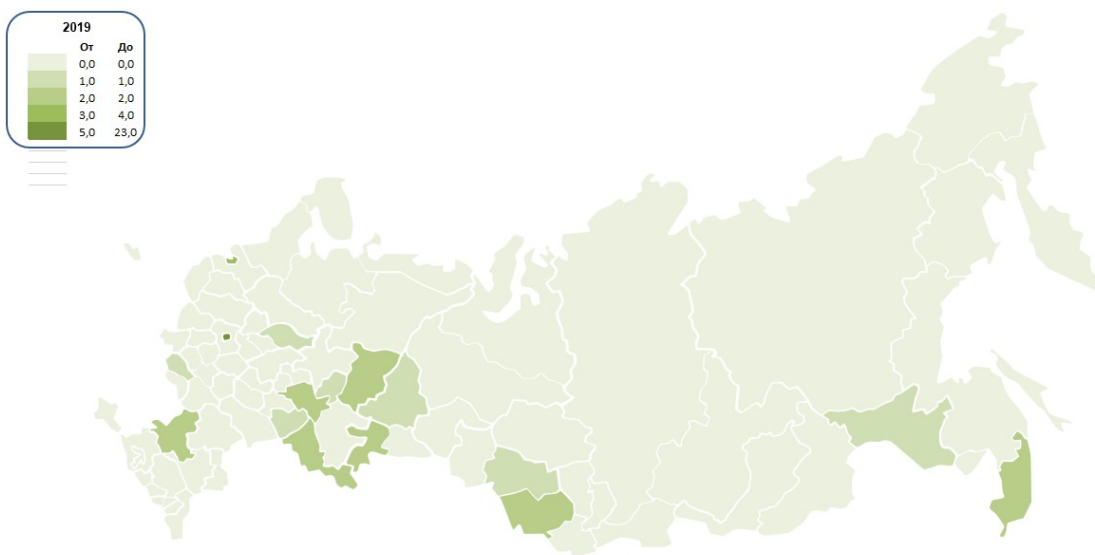


Рисунок 14 - Распределение кредитных организаций, осуществляющих операцию рефинансирования ипотечных кредитов, по субъектам

Распределение организаций ипотечного рынка по субъектам неравномерно. То же верно и по отношению к размерам их деятельности.

На рисунке 15 представлено распределение всего объема выданных ипотечных жилищных кредитов в стране по субъектам в миллионах рублей [38,42].

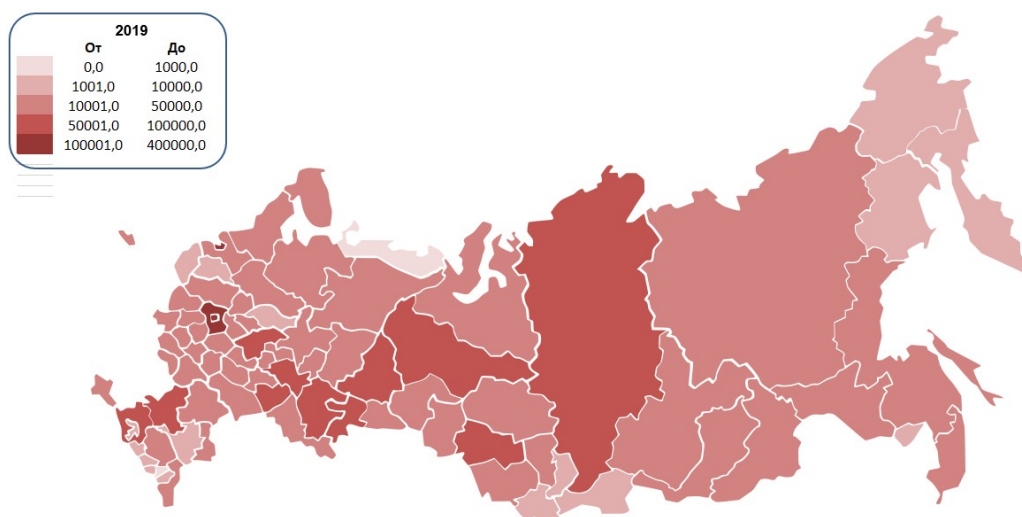


Рисунок 15 - Распределение объема выданных ипотечных жилищных кредитов по субъектам

Всего в 2019 году в Российской Федерации было выдано ипотечных жилищных кредитов на сумму 2 848 190 миллионов рублей. 32,65% пришлось на Центральный федеральный округ (929 816 миллионов рублей), 18,54% - на Приволжский (528 093 миллионов рублей). Доля Северо-Западного составила 12,88% при объеме в 366 882 миллионов рублей.

Среди субъектов наибольшее число снова пришлось на Москву, но ее доля значительно меньше - всего 13,71% от всероссийского объема (390 510 миллионов рублей). Санкт-Петербург (193 359 миллионов рублей или 6,79%) оказался вытеснен со второго места Московской областью (241 161 миллионов рублей или 8,47%). Наименьшая доля, приходящаяся на субъект, составила 0,01% или 397 миллионов рублей.

Распределение объема выданных ипотечных жилищных кредитов более равномерное, чем числа организаций, осуществляющих выдачу, однако сохраняется перевес в сторону Центрального федерального округа.

Ситуация меняется в отношении объема рефинансируемых ипотечных жилищных кредитов. Его распределение по субъектам Российской Федерации представлено на рисунке 16 [38,42].



Рисунок 16 - Распределение объема рефинансируемых ипотечных жилищных кредитов по субъектам

Наибольший объем рефинансируемых ипотечных жилищных кредитов в стране приходится на Санкт-Петербург - 100 818 миллионов рублей или 63,57%. Значительно меньше доля Москвы - всего 34,89% (55 343 миллионов рублей). В совокупности эти два субъекта занимают более 98% всего объема рефинансируемых кредитов в стране. Третий по данному показателю Приморский край составил всего 0,83%.

Таким образом, банковский сектор Российской Федерации неравномерно распределен между субъектами страны. Более половины всех действующих кредитных организаций зарегистрированы в Москве. На рынке ипотечного жилищного кредитования также наблюдается сильная концентрация в столице, однако среди субъектов, в которых расположены соответствующие организации распределение более ровное и доля Центрального региона ниже. Кредитных организаций, осуществлявших операции рефинансирования ипотечных жилищных кредитов в четвертом квартале 2019 года немного и все они

зарегистрированы на территории шестнадцати субъектов. Объем выданных ипотечных жилищных кредитов распределен между субъектами более равномерно. Та или иная его часть присутствует в каждом субъекте. Абсолютное преобладание по объему рефинансируемых ипотечных жилищных кредитов на конец 2019 года имеет Санкт - Петербург.

2.3. Рефинансирование ипотечных кредитов в Российской Федерации

Информация об объемах рефинансируемых ипотечных жилищных кредитов публикуется на сайте Центрального банка [42]. Они формируются на основании формы отчетности 0409316 «Сведения о кредитах, предоставленных физическим лицам» [38]. Не все ипотечные кредиты попадают в рамки данной статистики. Собираются сведения непосредственно об жилищных кредитах. К данной категории относятся только кредиты, предоставляемые физическим лицам - резидентам на следующие цели [38]:

- приобретение и обустройство земли под постройку жилья (земельный кредит);
- финансирование строительных работ, включая ремонтные (строительный кредит);
- приобретение жилья (кредит на приобретение жилья).

Большинство таких кредитов осуществляется под залог недвижимости, что позволяет уточнить их категорию как «ипотечные жилищные кредиты».

Согласно классификации, используемой при размещении данных, выделены два вида рефинансирования ипотечных кредитов [38,42]:

- с продажей пула ипотечных жилищных кредитов;
- с сохранением актива на балансе организации.

В детализации первый вид разделяется еще на два, в зависимости от того, происходит ли дальнейшая эмиссия ценных бумаг. Раздельно размещаются данные по кредитам в рублях и валюте.

К рефинансируемым ипотечным жилищным кредитам с сохранением актива на балансе организации относят рефинансированные посредством эмиссии кредитной организацией ипотечных облигаций в течении отчетного периода ипотечные жилищные кредиты (права требования по ипотечным жилищным кредитам). Совпадает со вторым методом рефинансирования ипотечных кредитов.

Рефинансирование через продажу пула ипотечных жилищных кредитов подразумевает продажу активов как без формирования дополнительного финансового инструмента, так и с дальнейшей эмиссией ипотечных ценных бумаг, что соответствует первому и третьему методу рефинансирования ипотечных кредитов.

В целом, статистические данные представляют детализацию по всем трем методам, что удобно в рамках анализа.

Объем рефинансирования ипотечных жилищных кредитов без дальнейшей эмиссии ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации представлен на рисунке 17[42].

Наблюдается выраженная сезонность – по мере приближения к концу финансового года кредитные организации начинают наращивать объемы продаж кредитных пулов, стремясь улучшить свою структуру

активов. На последний квартал приходится порядка 86, 45% всего годового объема в 2018 году.



Рисунок 17 - Объем ипотечных жилищных кредитов, рефинансируемых посредством продажи кредитного пула поквартально

События начала 2019 года привели к некоторому перераспределению, но преобладание четвертого квартала сохранилось на уровне 53,94% от общего объема.

Поскольку данные содержат сильную погрешность в связи с фактором сезонности для анализа динамики может быть привлечен более продолжительный период. Информация об объемах рефинансирования ипотечных жилищных кредитов без дальнейшей эмиссии ипотечных ценных бумаг в стране по годам представлена на рисунке 18 [42].



Рисунок 18 - Объем ипотечных жилищных кредитов, рефинансируемых посредством продажи кредитного пула по годам

В целом, динамика объемов продаж пулов ипотечных жилищных кредитов соответствует динамике ключевой ставки. Резкий скачок в 2013-2014 годах обоснован случившимся в это время валютным кризисом и совпадает с аналогичным стремительным повышением ставки кредитования Центральным банком. В абсолютных значениях последние пять лет наблюдается рост объемов кредитов, рефинансируемых посредством продажи кредитных пулов.

На оценку масштабов применения метода оказывает сильное влияние объем выданных ипотечных жилищных кредитов. Требуется сопоставить объемы рефинансируемых задолженностей с неким показателем размера всего ипотечного жилищного рынка. Поскольку продолжительность ипотечного кредита в большинстве случаев составляет более одного года не подходит объем выданных в течение года соответствующих кредитов. Так как ипотечные кредиты сильно диверсифицированы по сроку возврата, затруднительно и укрупнение временных

интервалов. Для оценки общих объемов рынка может быть привлечен показатель накопленной задолженности. Соответствующие расчеты представлены в таблице 2[38, 42].

Таблица 2 - Сравнительная оценка объемов рефинансирования ипотечных жилищных кредитов посредством продажи кредитного пула

Период	Задолженность по ипотечным жилищным кредитам, млн руб	Объем рефинансированных ИЖК с продажей пула ИЖК (прав требования), млн руб	Отношение объема ипотечных жилищных кредитов, рефинансируемых посредством продажи кредитного пула, к задолженности по ипотечным жилищным кредитам
2009 год	1010889	65402	6,47%
2010 год	1129373	64575	5,72%
2011 год	1478982	93688	6,33%
2012 год	1997204	90216	4,52%
2013 год	2648859	196238	7,41%
2014 год	3528379	228235	6,47%
2015 год	3982237	80323	2,02%
2016 год	4493470	81096	1,80%
2017 год	5187464	153952	2,97%
2018 год	6410409	256998	4,01%

Динамика доли рефинансирования посредством продажи кредитного пула отлична от динамики его объемов. Если абсолютный показатель демонстрирует общую тенденцию к росту за исключением отдельных колебаний, то относительный, напротив, снижается к концу рассматриваемого периода. Рекордно низкое соотношение 2016 года (1,80%) совпадает по времени с началом

положительных тенденций всего ипотечного рынка: роста объемов выдаваемых кредитов и понижением ключевой ставки. В 2018 году, в котором началось повышение ставки кредитования кредитных организаций Банком России, напротив, доля увеличивается.

Относительно размера рынка ипотечного кредитования с 2009 года наблюдается снижение популярности рефинансирования посредством продажи кредитного пула.

Соответствующие кредиты могут рефинансироваться как посредством эмиссии ипотечных ценных бумаг, так и без нее. Соотношение объемов первого и третьего методов рефинансирования представлено на рисунке 19 [38,42].



Рисунок 19 - Динамика объемов ипотечных жилищных кредитов, рефинансируемых первым и третьим способом

В период с 2008 по 2012 год сохранялось преобладание рефинансирования ипотечных жилищных кредитов без дальнейшей эмиссии ипотечных ценных бумаг. В 2013 году объемы рефинансирования третьим способом резко возросли, превысив объемы первого. 2014 - 2016 годы характеризуются своеобразным переходным периодом, когда значения рассматриваемых показателей колебались относительно друг

друга. С 2017 года установилось преобладание третьего способа.

Негативная динамика ликвидности российских коммерческих банков начала формироваться во второй половине 2011 года. Причиной послужил целый ряд факторов:

- снижение присутствия Банка России на валютных рынках;
- изменение норм обязательного резервирования;
- высокая эмиссия наличных денежных средств;
- отток средств по бюджетному каналу и другие.

Ситуация продолжала усугубляться на протяжении 2012 и 2013 года. Положительные тенденции наметились только в кризисном 2014 году.

На конец 2019 года объемы рефинансирования третьим способом многократно превосходят объемы рефинансирования первым.

Второй способ рефинансирования ипотечных кредитов подразумевает сохранение актива на балансе кредитной организации, сопровождаемое эмиссией ипотечных ценных бумаг. В 2018-2019 годах ни один ипотечный жилищный кредит в стране не был рефинансирован по такой схеме [42]. Тем не менее, в более ранних периодах второй способ практиковался российскими кредитными организациями. Динамика объемов его применения представлена на рисунке 20 [38,42].

На протяжении всего рассматриваемого периода динамика показателя отличалась неравномерностью: рост 2009 года обрывается нулевыми объемами 2010 года,

стремительный подъем 2014 года сменяется невысокими показателями 2015. Так же как в случае с первым и третьим способами высокие значения приходятся на кризис ликвидности 2013-2014 годов. Кардинально отличаются объемы последних двух лет рассматриваемого периода – они равны нулю.

Поскольку каждый из этих способов служит цели повышения банковской ликвидности, они являются в некоторой мере взаимозаменяемыми. В условиях рыночной конкуренции кредитная организация осуществляет выбор между ними, исходя из разных факторов, таких как доступность и рентабельность.



Рисунок 20 - Динамика объемов рефинансирования ипотечных жилищных кредитов с сохранением актива на балансе организации

Оценить последнюю можно сопоставлением объемов рефинансируемых кредитов и размеров привлеченных в итоге операции денежных средств.

Соответствующие расчеты представлены в таблице 3 [38, 42].

Таблица 3 - Сравнительная оценка объемов рефинансирования вторым способом

Период	Привлеченные вторым способом средства, млн руб	Объем ИЖК, рефинансируемых вторым способом, млн руб	Рентабельность
2011 год	15000	15517	96,67%
2012 год	11000	11635	94,54%
2013 год	33300	34294	97,10%
2014 год	35700	42312	84,37%
2015 год	11500	12356	93,07%
2016 год	27000	33362	80,93%
2017 год	7000	7202	97,20%

Рассматривался временной период от 2011 по 2017 годы, поскольку для сравнения эффективности двух методов рефинансирования ипотечных кредитов требуется, чтобы в рассматриваемом периоде применялись обе схемы. 2010 год характеризовался нулевыми значениями по всем способам, подразумевающим эмиссию ипотечных ценных бумаг. В 2018-2019 годах не практиковался второй метод.

Потери при конвертации обязательств заемщиков в ипотечные ценные бумаги без участия организации – посредника невелики и составляют порядка 10,33% за весь рассмотренный период. На протяжении большинства рассмотренных лет показатель колебался около 5-6%. Только дважды значение превысило порог в 10%: в 2014 и в 2016 годах.

2014 год – это время валютного кризиса, который сопровождался дефицитом ликвидности в банковской системе [15]. Дисбаланс в финансовом секторе начал развиваться еще с конца 2011 года и его можно проследить по возросшему объему рефинансируемых вторым способом ипотечных жилищных кредитов в 2013 году. Поскольку в кризисный период, как правило, возрастает значимость ценных бумаг повышенной надежности, повышенная эмиссия 2013 года могла быть принята фондовым рынком, но пониженный спрос на второй год мог привести к снижению стоимости со стороны предложения – кредитных организаций.

Другой спад эффективности пришёлся на 2016 год [46]. Данный период характеризуется скорее позитивной динамикой российской экономики в целом. Несмотря на то, что политические события 2014 года привели к ухудшению отношений с Соединенными Штатами Америки и странами Европейского союза, рост нефтяных котировок в 2016 году укрепил курс рубля по отношению к основным валютам. Снизилась инфляция, объем инвестиций в национальную экономику с прошлого года увеличился почти в пять раз – до 33 миллиардов долларов.

Ситуация на финансовом рынке, в то же время, характеризовалась большей напряженностью. Банк России проводил политику сдерживания инфляции, обосновывая ее рисками падения цен на нефть и, как следствие, обесценения рубля. Началось планомерное снижение ключевой ставки. Продолжается отзыв лицензий у кредитных организаций – за год число таких банков составило 95 против 93 в 2015 году.

Вопреки негативным прогнозам начала 2016 года на его конец отмечается рост прибыли в финансовом секторе [46]. После спада 2015 года началось восстановление ипотечного рынка. Снижение ключевой ставки стимулировало снижение средневзвешенной ставки по ипотечным кредитам.

Причиной увеличения объема рефинансируемых вторым способом ипотечных кредитов могло стать ухудшения структуры банковских активов. За 2016 год средства корпоративных клиентов, привлеченные банками, сократились на 8,9% [46]. Снизился объем высоколиквидных активов. Попытка кредитных организаций выровнять структуру активов по ликвидности могла привести к увеличению объемов рефинансирования, однако в условиях ограниченного спроса на фондовом рынке их эффективность понижена.

Другой причиной могло стать повышение коэффициента риска по младшим траншам ипотечных ценных бумаг в начале 2016 года [41].

Аналогичные расчеты относительно третьего способа рефинансирования ипотечных кредитов представлены в таблице 4 [42].

Таблица 4 - Сравнительная оценка объемов ипотечных жилищных кредитов, рефинансируемых третьим способом

Период	Привлеченные третьим способом средства, млн руб	Объем ИЖК, рефинансируемых третьим способом, млн руб	Рентабельность
2011 год	11132	10697	104,07%
2012 год	17373	16952	102,48%
2013 год	110240	109872	100,33%
2014 год	111406	100894	110,42%
2015 год	26859	41557	64,63%
2016 год	46493	32860	141,49%
2017 год	117502	116869	100,54%

Заметно важное отличие третьего метода от второго. В процессе трансформации обязательств, номинальная стоимость эмитированных ценных бумаг в случае с использованием посредника оказывается выше объема рефинансируемых ипотечных жилищных кредитов. Исключение составил 2015 год, когда произошел обвал всего ипотечного рынка.

Таким образом, в Российской Федерации практикуются или практиковались все три способа рефинансирования ипотечных кредитов. Их объемы возрастали в период экономического кризиса (2014 год). В 2017-2019 годах наблюдается тенденция на увеличение объемов рефинансирования третьим способом, сопровождаемая снижением применения второго.

2.4. Развитие рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации

Использование второго и третьего способа рефинансирования ипотечных кредитов предполагает эмиссию ипотечных ценных бумаг.

На конец 2019 года в обращении находятся ипотечные облигации на сумму 555,7 миллиардов рублей (эмитированный номинал) [39]. Из них 23,9 миллиарда рублей (4,3%) не приходятся на сферу жилищного ипотечного кредитования. В зависимости от эмитента ипотечные облигации подразделяются на:

1) Балансовые (эмитируются кредитными организациями, имеют повышенный кредитный риск, так как он связан не только непосредственно с ипотечными кредитами, но и с функционированием кредитной организации, осуществляющей выпуск.);

2) Структурированные (эмитируются специальными компаниями - ипотечными агентами, под одним ипотечным покрытием осуществляется несколько выпусков с разной степенью риска);

3) Ипотечные облигации ДОМ.РФ или ИЦБ ДОМ.РФ (эмитируются ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент», каждое ипотечное покрытие обеспечивает только один выпуск).

Их соотношение представлено на рисунке 21[39].

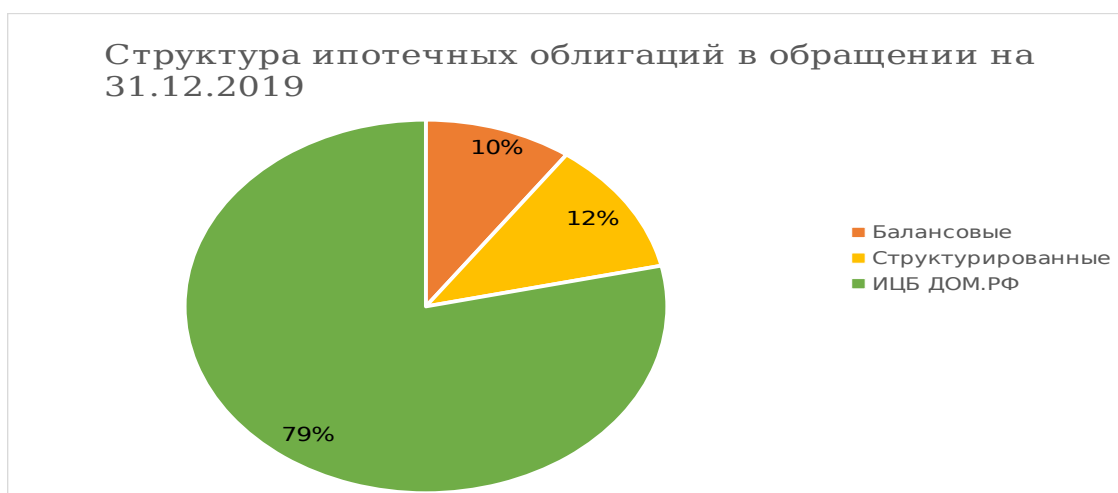


Рисунок 21 - Соотношение разных типов ипотечных облигаций, находящихся в обращении

Преобладающее большинство ипотечных облигаций, находящихся в обращении на конец 2019 года представлено ИЦБ ДОМ.РФ (436 миллиардов рублей). На долю иных специальных организаций-эмитентов приходится 11,6% от общего числа и немногим меньше (9,9%) – на долю самих кредитных организаций. Такое соотношение складывалось на протяжении 2017-2019 годов как реакция на увеличение в начале 2016 года Центральным банком коэффициента риска по младшим траншам ипотечных ценных бумаг. Уже на 2017 год многотраншевые жилищные ипотечные ценные бумаги перестали эмитироваться.

Структура эмиссий ипотечных облигаций в 2015 – 2019 году представлена на рисунке 22 [39].

Балансовые ипотечные облигации выпускались до 2018 года. В 2015 году их доля в общем объеме выпуска составляла 17,64%. Изменение коэффициента «риск-веса» в 2016 году привело к перераспределению объемов эмиссии различных типов бумаг. Первой реакцией рынка стало увеличение доли балансовых ипотечных облигаций до 33,37%. Как финансовый

инструмент они были уже знакомы рынку, в отличие от ИЦБ ДОМ.РФ (2,6% в 2016 году).

Уже в 2017 году на рынке наблюдается резкое сокращение долей балансовых и структурированных облигаций. В совокупности они составили всего 12,93% всех эмитированных за год ипотечных облигаций. Доля ИЦБ ДОМ.РФ на конец 2017 года выросла до 87,07%.

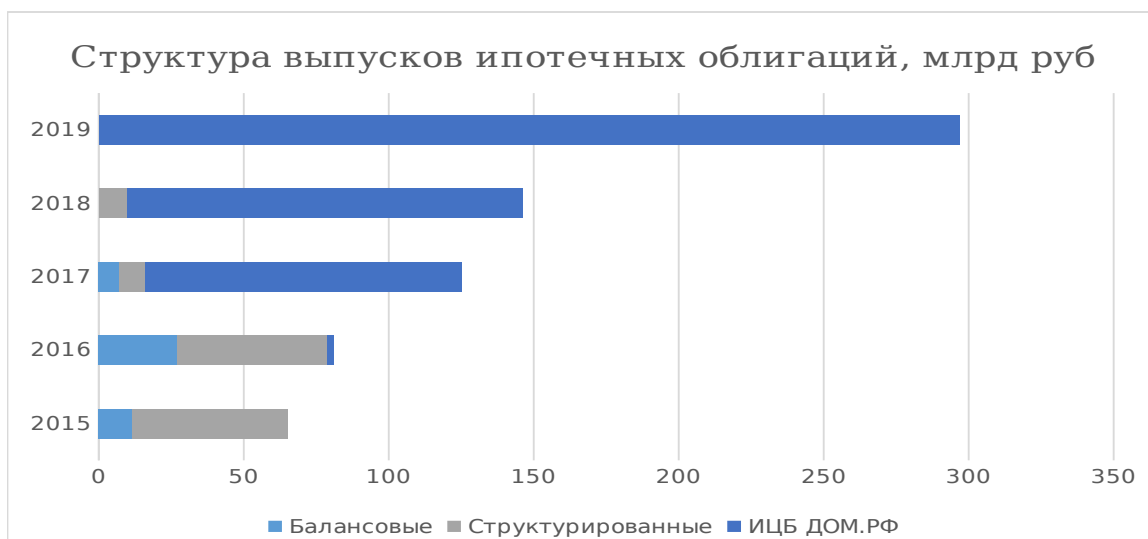


Рисунок 22 - Структура эмиссий ипотечных облигаций по годам

Уже в 2019 году 100% эмитируемых ипотечных облигаций относились к последнему типу.

Балансовые ипотечные облигации применяются при втором способе рефинансирования ипотечных кредитов, структурные и ИЦБ ДОМ.РФ - при третьем. Их перераспределение на рынке в 2015-2019 годах обосновывает объемы применения различных схем рефинансирования кредитными организациями. В течении четырех лет ИПЦ ДОМ.РФ вытеснили иные ипотечные облигации, тем самым установив преобладание третьего способа рефинансирования.

Основным инвестором в ИПЦ ДОМ.РФ являются непосредственно банковские организации (87,3% на конец

2019 года) [39]. Главным стимулом для них выступает политика Центрального банка. Согласно разъяснению мегарегулятора по вопросу о порядке включения в расчет величины рыночного риска в соответствии с Положением Банка России от 03.12.2015 № 511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска» одностраншевых ипотечных ценных бумаг, обеспеченных поручительством единого института развития в жилищной сфере» ИПЦ ДОМ.РФ классифицируются как ценные бумаги со средним уровнем риска.

Данный финансовый инструмент обладает и иными преимуществами: его процедура выпуска стандартизирована, занимает около четырех месяцев. Выпуск осуществляет один эмитент и одним траншем. ИПЦ ДОМ.РФ достаточно ликвидны. Риски снижены, так как помимо ипотечного покрытия надежность обеспечена поручительством АО «ДОМ.РФ» [29].

Структура ипотечных облигаций по банку, выдавшему изначальные ипотечные кредиты, представлена на рисунке 23 [39].

Объем секьюритизированных ипотечных кредитов, млрд руб



Рисунок 23 - Доля кредитных организаций в общем объеме секьюритизированных ипотечных кредитов

Абсолютным лидером по объему секьюритизированных ипотечных жилищных кредитов является банк ВТБ. На него приходится более половины всех находящихся в обращении ипотечных облигаций. В целом, число кредитных организаций, осуществляющих рефинансирование ипотечных кредитов в стране ограничено. Наблюдается сильный перевес в сторону одного банка. Из шести выпусков ипотечных облигаций в 2019 году три приходится на банк ВТБ.

По размеру активов и собственного капитала на конец 2019 года эта кредитная организация занимает второе место в стране [41]. Лидер по этим показателям, ПАО Сбербанк, по объему секьюритизированных кредитов занимает только второе место (эмитировано почти в четыре раза меньше ипотечных облигаций). Число ипотечных кредитов, выдаваемых банком ВТБ, также уступает ПАО Сбербанк.

Данные о долях пяти крупнейших участников российского ипотечного рынка по объемам выданных ипотечных кредитов представлены в таблице 5 [31, 32, 33].

Таблица 5 - Распределение долей в секторе ипотечного кредитования

Ранг	За январь 2020 года		За 2019 год		За 2018 год	
	Банк	Доля	Банк	Доля	Банк	Доля
1	Сбербанк	40,0%	Сбербанк	42,1%	Сбербанк	48,2%
2	ВТБ	21,2%	ВТБ	22,2%	ВТБ	20,7%
3	ФК Открытие	4,9%	Газпромбанк	3,5%	Газпромбанк	4,4%
4	Альфа-банк	4,7%	ФК Открытие	3,0%	Россельхозбанк	3,9%
5	Росбанк	4,3%	Альфа-Банк	3,0%	ДОМ.РФ	2,5%

Можно сделать вывод о значительной концентрации в секторе. за 2017 год на долю двух крупнейших участников (Сбербанк и ВТБ) пришлось более 70% всего объема выданных ипотечных кредитов. Доля третьего банка в рейтинге составила менее 4%. На протяжении рассматриваемого периода ситуация постепенно улучшалась в пользу более свободной конкуренции: доля двух крупнейших банков в январе 2020 года составила всего 61,2%.

Из пяти лидеров отрасли ипотечного кредитования в перечень десяти крупнейших банков по объему секьюритизируемых ипотечных кредитов не попали Альфа-банк, ФК Открытие и Россельхозбанк. При этом банки ВТБ и Сбербанк занимают первые два места в каждом из рассматриваемых рейтингов.

Таким образом, в последние годы произошло вытеснение ИЦБ ДОМ.РФ иных ипотечных облигаций, что сказалось на

динамике объемов рефинансирования вторым и третьим способом и послужило одной из причин вытеснения балансовых ипотечных облигаций. При этом среди находящихся в обращении ипотечных облигаций преобладают те, по которым оригинатором выступает банк ВТБ, остальные кредитные организации секьюритизируют свои ипотечные кредиты в значительно меньших объемах.

3. АНАЛИЗ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ АО «АБ «РОССИЯ» НА РЫНКЕ ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ

3.1. Организационно-экономическая характеристика и анализ финансовых показателей АО «АБ «Россия»

АО «АБ «Россия» является коммерческой организацией [58]. Соответственно основной целью его деятельности является получение прибыли путем осуществления банковской деятельности и оказания полного спектра соответствующих услуг. Она дополняется содействием развитию и укреплению российской экономики, что указывает на социально-экономическое значение банка.

АО «АБ «Россия» было зарегистрировано Центральным банком 29. 12. 1991 после реорганизации Коммерческого банка «Россия», созданного в апреле 1990 года, чьим правопреемником по всем обязательствам и является общество. В 2010 году к организации было присоединено Закрытое акционерное общество «Газэнергопромбанк» (дата регистрации Центральным банком 08.02.1996).

Согласно Уставу организации, местом ее нахождения является город Санкт-Петербург [58].

С 2014 года банк сконцентрировал свои ресурсы для работы на внутреннем рынке. На нем АО «АБ «Россия» осуществляет обслуживание как корпоративных, так и частных клиентов, представляя им широкий перечень услуг.

Организация предоставляет, помимо расчетно-кассовых и кредитных операций, инвестиционные и иные услуги представителям разнообразных секторов экономики,

работает на фондовом рынке, поэтому может быть классифицирована как универсальный банк.

Основным направлением деятельности АО «АБ «Россия» является обслуживание корпоративных клиентов [47], хотя организация предоставляет разнообразные продукты в том числе и для физических лиц.

Банк имеет лицензию на привлечение во вклады и размещение драгоценных металлов и генеральную лицензию на осуществление банковских операций, а также лицензии на осуществление дилерской, брокерской, депозитарной деятельности, деятельности по управлению ценными бумагами, деятельности с использованием шифровальных (криптографических) средств, деятельности в области использования источников ионизирующего излучения, лицензию на осуществление работ с использованием сведений, составляющих государственную тайну [47].

АО «АБ «Россия» является участником системы обязательного страхования вкладов.

Банк называет своей миссией обеспечение качества услуг, указывая, что его работа должна соответствовать ожиданиям клиентов. Для ее достижения организация стремится наладить четкое взаимодействие между своими подразделениями. АО «АБ «Россия» ориентируется на рыночные тенденции и проводит масштабные инвестиционные программы, банк принимает участие в поддержке различных культурных проектов, молодежных программ и благотворительных мероприятий.

Прежде чем приступить к анализу положения банка на российском ипотечном рынке, необходимо оценить его общее

состояние как кредитной организации. Информацию о составе его имущества и размерах обязательств представлена в бухгалтерской отчетности [62,63].

Сумма баланса АО «АБ «Россия» в период 2017-2019 годов колебалась. Максимальное значение было достигнуто в 2018 году (1 079 875 751 тысяч рублей), к 2019 году оно снизилось до 950 407 481 тысяч рублей или на 11,99%. Снижение произошло за счет средств в Центральном банке (уменьшились на 9,16%), средств в кредитных организациях (уменьшились на 71,07%), чистой ссудной задолженности (уменьшились на 24,17%) и иных. Параллельно наблюдался рост таких активов, как денежные средства (на 37,7%), инвестиции в дочерние и зависимые организации (на 379,22%), чистые вложения в ценные бумаги, удерживаемые до погашения (на 44,10%) и иные.

В отношении пассивов наблюдается снижение средств клиентов, оцениваемых по амортизационной стоимости на 10,63%, происходящее посредством уменьшения средств клиентов, не являющихся кредитными организациями на 117 253 672 тысячи рублей. Средства клиентов - кредитных организаций, напротив, выросли на 8,88%. Выпущенные долговые ценные бумаги упали на 72,44% или 6 640 071 тысяч рублей.

Между 2018 и 2017 годом наблюдалась иная динамика - сумма баланса выросла на 183 790 367 тысяч рублей или 20,51%. В данном периоде чистая ссудная задолженность, наоборот, увеличилась (на 29,33%). Фактически, негативная динамика наблюдалась только в отношении чистых вложений в ценные бумаги и иные финансовые активы, имеющиеся в

наличии для продажи (-90 047 775 тысяч рублей или -38,46%) и требований по текущему налогу на прибыль (-716 353 тысяч рублей или -91,82%). Как и в 2019-2018 годах выделяется объем инвестиций в дочерние и зависимые организации - он вырос на 14 538 852 тысяч рублей или 485,01%.

В отношении пассивов между 2017 и 2018 годом снижение происходит только по строке отложенных налоговых обязательств (на 55 585 тысяч рублей).

В 2019-2018 годах большая доля активов приходится на чистую ссудную задолженность (68,39% в 2018 году и 58,93% в 2019 году). Резкое увеличение инвестиций в дочерние и зависимые организации привело к росту их доли на 7,22 процентных пункта (до 8,84% в 2019 году). Среди пассивов наблюдается абсолютное преобладание средств клиентов, не являющихся кредитными организациями, оцениваемых по амортизационной стоимости - 85,40% в 2019 году и 86,70% в 2018 году. При этом вклады физических лиц, включая индивидуальных предпринимателей, занимают только 13,63% в 2019 и 10,91% в 2018 году. На долю выпущенных долговых ценных бумаг приходится 0,89% в 2018 году и 0,28% в 2019 году.

Эффективность деятельности банков непосредственно связана с интересами множества иных участников экономических отношений, как физических лиц, так и организаций. Неэффективность управления рисками и активами кредитной организации может привести к глобальным последствиям негативного плана. С целью минимизации угрозы Центральный банк осуществляет

контроль за деятельностью банковских организаций, в том числе посредством формирования обязательных экономических нормативов. На текущий момент они закреплены Инструкцией Банка России от 29 ноября 2019 г. № 199-И «Об обязательных нормативах и надбавках к нормативам достаточности капитала банков с универсальной лицензией» [11].

Нормативы достаточности капитала определяет, насколько собственные средства банка покрывают его кредитные и рыночные риски. Всего их четыре. Их приблизительный расчет представлен ниже.

Норматив достаточности базового капитала банка (норматив Н1.1) на конец 2019 года определяется по формуле (1).

$$\begin{aligned} H1.1 &= \frac{\text{Величина базового капитала}}{\text{Активы, взвешенные по уровню риска}} \times 100\% = & (1) \\ &= \frac{52\,317\,471}{666\,982\,891,2} \times 100\% = 7,84\% \end{aligned}$$

Минимальное допустимое значение данного показателя 4,5%. Требование выполняется.

Норматив достаточности основного капитала банка (норматив Н1.2) отличается не только числителем, но и способом расчета знаменателя и рассчитывается по формуле (2).

$$\begin{aligned} H1.2 &= \frac{\text{Величина основного капитала}}{\text{Активы, взвешенные по уровню риска}} \times 100\% = & (2) \\ &= \frac{64\,317\,471}{66\,666\,986\,114} \times 100\% = 9,64\% \end{aligned}$$

Нижнее допустимое значение составляет 6%, требование Центрального банка выполнено.

Норматив достаточности капитала банка (норматив Н1.0) рассчитывается относительно величины собственных средств банка по формуле (3).

$$H 1.0 = \frac{\text{Величина капитала}}{\text{Активы, взвешенные по уровню риска}} \times 100\% =$$

(3)

$$= \frac{85\,281\,264}{668\,586\,408} \times 100\% = 12,76\%$$

Минимальное значение составляет 8%, банк соответствует установленной норме.

Норматив финансового рычага (Н1.4) оценивается по формуле (4).

$$H 1.4 = \frac{\text{Величина основного капитала}}{\text{Активы и требования по рискам}} \times 100\% =$$

(4)

$$= \frac{64\,317\,471}{1\,003\,493\,309} \times 100\% = 6,41\%$$

Допустимы значения от 3%, норматив выполняется.

Для оценки способности банка своевременно и в полном объеме исполнять свои обязательства используются нормативы ликвидности. Их подразделяют в зависимости от срока, в который могут быть реализованы активы, и периода закрытия обязательств.

Норматив мгновенной ликвидности банка (Н2) охватывает расчеты банка в течении операционного дня. На конец 2019 года его значение, рассчитанное по формуле (5),

составило:

$$H2 = \frac{\text{Высоколиквидные активы}}{\text{Обязательства до востребования за день-Минимальный остаток}} \times 100\% \\ = (5) \\ = \frac{76\,800\,817}{382\,615\,399 - 156\,595\,148} \times 100\% = 33,98\%$$

Значение данного показателя не должно быть менее 15%. Требование Центрального банка выполнено.

Норматив текущей ликвидности банка (НЗ) оценивает ликвидность на протяжении месяца (тридцати календарных дней). Его расчет по формуле (6) выглядит следующим образом:

$$H3 = \frac{\text{Ликвидные активы}}{\text{Обязательства до востребования за 30 дней-Минимальный остаток}} \times 100\% \\ = (6) \\ = \frac{139\,712\,766}{552\,559\,876 - 302\,983\,074} \times 100\% = 55,98\%$$

Минимальное значение составляет 50%, требование выполнено.

Норматив долгосрочной ликвидности банка (Н4) охватывает период свыше года. Формула его расчета (7) выглядит следующим образом:

$$H4 = \frac{\text{Кредитные требования свыше 365 или 366 дней}}{\text{Обязательства свыше 365 или 366 дней}} \times 100\% = \\ = (7) \\ = \frac{290\,959\,999}{856\,864\,86 + 93\,035\,560 + 524\,274\,347} \times 100\% = 41,39\%$$

По данному нормативы ограничение не более 120% выполняется.

В процессе анализа баланса на 2018-2019 годы было сформулировано предположение о угрозе ухудшения структуры ликвидности активов. Для его проверки может быть применено сравнение нормативов ликвидности соответствующих периодов. Оно представлено в таблице 6 [62,63].

Таблица 6 - Сравнение нормативов ликвидности АО «АБ «Россия» 2018 и 2019 годов

Норматив	Н2	Н3	Н4
2018 год, %	68,332	75,088	36,265
2019 год, %	33,98	55,98	41,386

В 2019 году наблюдается ухудшение всех обязательных нормативов ликвидности. Н2 и Н3 повышаются, Н4, напротив, снижается. Хотя допустимый предел ни разу не был перейден, динамика приобретает негативный характер.

Шестой норматив называется нормативом максимального размера риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков (Н6) и рассчитывается, соответственно, на каждого заемщика отдельно. Его формула (8) выглядит следующим образом:

$$Н6 = \frac{\text{Совокупная сумма кредитных требований банка к заемщику}}{\text{Собственные средства банка}}$$

(8)

Ограничение по данному показателю – не более 25%.

Норматив максимального размера крупных кредитных рисков (Н7) определяет допустимое соотношение крупных

кредитных рисков банка к размеру его собственных средств. Его расчет по формуле (9) выглядит следующим образом:

$$\begin{aligned}
 H7 &= \frac{\text{Сумма крупных кредитных рисков за вычетом сформированного резерва}}{\text{Собственные средства банка}} \\
 &= (9) \\
 &= \frac{373\,980\,380}{85686486} \times 100\% = 436,45\%
 \end{aligned}$$

Верхний предел по данному показателю составляет 800%, следовательно, требование Банка России выполнено.

Норматив максимального размера риска на связанное с банком лицо (группу связанных с банком лиц) (Н25) ограничивает кредитный риск банка в отношении связанного с ним лица и рассчитывается как соотношение совокупной суммы требований банка к связанному с ним лицу (группе связанных с ним лиц) за вычетом сформированного резерва к величине собственных средств собственных средств банка. Максимально допустимое значение – 20%.

Контроль за риском вложений банка в акции или доли иных юридических лиц осуществляется посредством норматива использования собственных средств (капитала) банка для приобретения акций (долей) других юридических лиц (Н12). Его расчет по формуле (10) выглядит следующим образом:

$$\begin{aligned}
 H12 &= \frac{\text{Сумма инвестиций банка в акции и доли}}{\text{Собственные средства банка}} \times 100\% = & (10) \\
 &= \frac{6\,798\,957}{85686486} \times 100\% = 7,93\%
 \end{aligned}$$

Так как максимальное значение данного показателя 25%, норматив не был нарушен.

Норматив минимального соотношения размера ипотечного покрытия и объема эмиссии облигаций с ипотечным покрытием (Н18) не рассчитывается, так как отсутствует значение объема эмиссии облигаций с ипотечным покрытием.

Таким образом, на протяжении 2018-2019 годов АО «АБ «Россия» активно наращивало инвестиции в дочерние и зависимые организации. Можно предположить, что организация проводит политику расширения своего физического присутствия на рынке, что подтверждается ростом доли средств клиентов - физических лиц в структуре пассивов. Подобный процесс сопровождается выводом средств из таких ликвидных активов как средства в кредитных организациях и Центральном банке Российской Федерации. Такая политика может привести к ухудшению структуры ликвидности активов. Обязательные экономические нормативы на 2019 год банк выполнил. Наблюдается ухудшение нормативов ликвидности по отношению к 2018 году.

3.2. Анализ деятельности АО «АБ «Россия» на рынке ипотечного кредитования

АО «АБ «Россия» имеет значительную конкурентоспособность на внутреннем рынке. На 2019 год он занимал тринадцатое место по объему активов среди кредитных организаций, включенных в рэнкинг информационного агентства «Финмаркет» по основным показателям деятельности 2019 года [24].

Показатель объема собственного капитала также находится на достаточно высоком уровне – восемнадцатое место. Такая картина характерна для организаций, занимающих первые двадцать мест по активам или собственным средствам. За единичными исключениями, их положение по величине данных показателей близко между собой. Более непредсказуемо место в рейтинге по совокупному финансовому результату. АО «АБ «Россия» занимает тридцатое место с прибылью в 6 619 375,00 тысяч рублей.

Среди кредитных организаций, зарегистрированных на территории Санкт-Петербурга, абсолютным лидером как по объему активов (14 051 850 961,00 тысяч рублей), так и по собственному капиталу (1 665 692 255,00 тысяч рублей) или совокупному финансовому результату (213 786 085,00 тысяч рублей) является Банк ВТБ [24]. Если рассматривать аналогичную статистику по всей стране, данная кредитная организация по вышеназванным показателям займет второе место после Сбербанка, зарегистрированного в Москве.

АО «АБ «Россия» в 2019 году оказалась на второй позиции в Санкт-Петербурге по объему активов (971 551 567,00 тысяч рублей) и собственного капитала (85 686 399,00 тысяч рублей), уступив ПАО «Банк «Санкт-Петербург» в финансовом результате [24].

Банк на 2019 год занимает достаточно высокие места по показателям активов и собственных средств, которые характеризуют скорее его масштаб, однако оказался на более низких позициях в отношении финансового результата.

Ситуация в секторе ипотечного кредитования

отличается от общей для финансового сектора.

Согласно Рэнкингу банков по величине ипотечного портфеля на 01.01.2020, составленному рейтинговым агентством «Эксперт РА», на 01.01.2020 АО «АБ «Россия» занимает двадцатое место по величине ипотечного портфеля среди российских банков [57]. По сравнению с предыдущим 2018 годом он поднялся на две позиции. В 2017 году банк находился на 25 месте. Такая динамика может быть расценена как положительная.

При этом в 2018 году организация выдала ипотечных жилищных кредитов на 2 500 млн. руб., а в 2017 - уже 6859 млн. руб., темп прироста составил 174,4% [57]. В целом, такая тенденция отражает позитивную динамику российского сектора ипотечного кредитования в том же периоде, где в том же периоде был достигнут пик по объемам выданных кредитов.

Хотя организация получила достаточно высокое место по величине ипотечного портфеля, демонстрируя опережающий рост, ее конкурентоспособность по сравнению с главными игроками остается ограниченной.

Верхнюю строчку в 2019 году заняло ПАО «Сбербанк» с остатком задолженности по ипотечным кредитам в 4 072 001 млн. руб. Еще 1 685 253 млн. руб. приходится на Банк ВТБ (ПАО), который находится на втором месте. На долю следующего участника рэнкинга, Банка ГПБ (АО), приходится в разы меньший рыночный сегмент – всего объем его ипотечного портфеля в 2019 году составил 383 941 млн. руб. распределение долей между участниками рынка может оцениваться как неравномерное.

Если сравнить результаты АО «АБ «Россия» с лидером отрасли, ПАО Сбербанк, то их остатки задолженностей по ипотечным кредитам последнего окажутся больше более чем в 200 раз.

Число предоставленных ипотечных жилищных кредитов АО «АБ «Россия» за 2015 – 2018 годы представлено на рисунке 24 [44].



Рисунок 24 - Число предоставленных АО «АБ «Россия» ипотечных жилищных кредитов в год

В 2015 году ипотечные жилищные кредиты банком практически не выдавались, что может быть обосновано общим спадом ипотечного рынка страны. Стремительный рост начался в 2016 году, когда в экономике сложились благоприятные условия для данного сектора: низкий уровень средневзвешенной процентной ставки и падающие цены на рынке недвижимости. В 2017 году число практически не изменилось, однако в 2018 году произошел резкий рывок, по времени совпадающий с пиком российского ипотечного рынка.

Схожая динамика прослеживается по показателю объема выданных ипотечных жилищных кредитов, представленному на рисунке 25[44].

Можно отметить, что между 2017 и 2018 годом происходит рост объема выданных ипотечных жилищных кредитов более резкий, чем их числа. Следовательно, возросла средняя сумма выдаваемого ипотечного кредита. Одновременное расширение числа выдаваемых ипотечных жилищных кредитов и их объема может объяснить рост банка в рейтинге.



Рисунок 25 - Объем предоставленных АО «АБ «Россия» ипотечных жилищных кредитов за год

На вторичном рынке ипотечного кредитования АО «АБ «Россия» за период 2017-2019 годов не осуществляла выпуска облигаций с ипотечным покрытием как в качестве эмитента, так и в качестве originатора ДОМ.РФ [13].

Таким образом, можно сделать вывод, что АО «АБ «Россия» занимает достаточно прочное положение относительно средней доли российского рынка ипотечного кредитования, однако ограничено в своих возможностях конкуренции с лидерами сектора. На протяжении 2015-2018 годов банк наращивал объемы выдаваемых ипотечных жилищных кредитов.

3.3. Рекомендации по формированию политики рефинансирования для российского коммерческого банка

Конец 2019 – начало 2020 года ознаменовались рядом событий, возникновение которых крайне сложно прогнозировать. Потенциально они способны оказать долговременное влияние не только на российскую, но и мировую экономику. Пандемия, вспыхнувшая на исходе 2019 года, совпала по времени с падением цен на сырьевых рынках, усугубляя неблагоприятную макроэкономическую обстановку.

В попытке минимизации биологической угрозы государства активно вводят беспрецедентные меры: режим самоизоляции граждан, ограничение перемещения, приостановление деятельности коммерческих организаций.

Предсказать последствия крайне тяжело в связи с отсутствием исторического прецедента. Высокая динамика внешней среды провоцирует участников рынка перестраивать свою структуру активов. В рамках исследования было выявлено, что в период экономического кризиса объемы рефинансируемых ипотечных жилищных кредитов возрастают, однако в период 2017-2019 годов их увеличение не сопровождалось негативной динамикой ипотечного рынка страны, что можно обосновать внедрением новых финансовых инструментов.

Происходит развитие вторичного рынка ипотечного кредитования, который, в отличие от первичного, в 2019 году продолжает демонстрировать тенденцию к увеличению объемов. Большая часть роста создается преимущественно за

счет рефинансирования третьим способом – посредством продажи актива с дальнейшей эмиссией ценных бумаг.

Опережающий рост вторичного рынка над первичным мог бы рассматриваться как признак формирующегося ипотечного пузыря, однако он происходит в рамках стандартизированного продукта с жесткими ограничениями надежности.

На текущий момент в стране достаточно проработано законодательство, чтобы обеспечить возможность использования всех трех способов рефинансирования ипотечного кредита. Тем не менее, остаются иные ограничения.

Доступность различных способов для кредитной организации формируется в зависимости от нескольких факторов.

Наименьшие препятствия связаны с продажей кредитного пула без дальнейшей эмиссии ипотечных ценных бумаг. В стране накоплен значительный опыт его использования, он доступен для каждой кредитной организации и также других кредиторов. Тем не менее, исходя из колебаний его объема в последние десять лет, спрос на рефинансируемые таким образом кредиты в стране ограничен, как и число потенциальных приобретателей.

Данный способ особенно полезен для банка, не обладающего большой рыночной долей, чьи объемы выдаваемых ипотечных кредитов не предполагают формирование объемных кредитных пулов, соответствующих требованиям ДОМ.РФ. Крупный коммерческий банк заинтересован в нем с другой позиции: способ позволяет

сравнительно быстро трансформировать слабо ликвидные активы в более ликвидные, что важно, например, в случае с внезапной нехваткой последних.

Для способов, подразумевающих задействование механизмов фондового рынка также существует ограничение по спросу. Число потенциальных инвесторов в России ограничено, их большую часть составляют сами кредитные организации. Тем не менее, данный сектор имеет меньшую историю и на текущий момент характеризуется ростом.

Рынок ипотечных ценных бумаг напрямую зависит от их оценки с позиции риска, что подтверждается стремительным повышением спроса на ИЦБ ДОМ.РФ в 2016-2017 годах. На текущий момент балансовые и структурные облигации имеют невысокую привлекательность в сравнении с данным инструментом. Его задействование связано с рядом трудностей, среди которых необходимость соответствия требованиям ДОМ.РФ к составу кредитного пула и оригинатору. Тем не менее, стандартизация процедуры и средняя оценка по степени рискованности делает этот метод привлекательным для кредитных организаций. Число эмитентов пока невелико и на рынке нет признаков переполнения, как в случае с первым способом.

Третий способ подразумевает достаточно продолжительный период осуществления операции и требует формирования объемного кредитного пула, поэтому он доступен для крупных банков с большим портфелем ипотечных кредитов.

В условиях, когда коммерческие клиенты массово переносят свои средства в банки с государственным участием

[34], воспринимая их как более надежные, остальные кредитные организации заинтересованы в привлечении клиентов физических лиц. Если кредитная организация намерена наращивать свое присутствие на рынке посредством увеличения объемов выдаваемых ипотечных кредитов, третий способ потенциально эффективный способ привлечения необходимых ресурсов.

Применение второго способа на конец 2019 года выглядит малопривлекательно, балансовые облигации не выдерживают конкуренции с ИПЦ ДОМ.РФ.

Для АО «АБ «Россия» секьюритизация ипотечных кредитов увеличит объем высоколиквидных активов и позволит продолжать политику расширения ипотечных программ посредством вливания новых средств. Проводить ее посредством выпуска ипотечных облигаций с сохранением актива на балансе организации не рекомендуется в связи со сложившейся ситуацией на рынке ипотечных ценных бумаг. Наиболее перспективна схема секьюритизации ипотечных кредитов посредством ИПЦ ДОМ.РФ. Размеры банка позволяют ему сформировать кредитный пул, соответствующий требованиям АО ДОМ.РФ.

Таким образом, наиболее привлекательной схемой для российской кредитной организации выглядит рефинансирование ипотечных кредитов посредством сочетания первого и третьего способов. Такой подход позволит расширить потенциальный рынок сбыта и улучшить структуру активов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Ипотека – это термин древнегреческого происхождения, возникший в связи с проводимыми Солоном реформами по замене личной ответственности должника на имущественную. Сам факт использования недвижимости в качестве залога был известен задолго до этого. На Руси ипотека практиковалась уже во времена правления Ивана IV и развивалась на протяжении всего существования Российской империи, пока не была выведена из обихода в следствие Октябрьской революции.

По отношению к данному термину существует конкретная трактовка с позиции закона, которая характеризует ипотеку как залог недвижимого имущества.

Понятие ипотечного кредита определено в меньшей степени. Большинство авторов сходятся в понимании его как кредита под залог недвижимого имущества, однако разнятся представления об круге лиц, которые могут быть отнесены к потенциальным заемщикам, а также о целевой или нецелевой природе.

Трактовка термина «рефинансирование» значительно затруднена. В зависимости от контекста понятие приобретает различные значения. С позиции закона он рассматривается как кредитование Центральным банком коммерческих организаций. С позиции кредитной организации – как способ повышения ликвидности активов. С позиции заемщика – как погашение одного обязательства посредством открытия нового.

Сектор ипотечного кредитования состоит из трех ключевых элементов: рынка недвижимости, первичного

рынка ипотечного кредитования и вторичного рынка ипотечного кредитования. В зависимости от степени их задействования и иных особенностей развития финансовой системы выделяются три модели ипотечного кредитования.

Немецкая модель ориентирована на максимальную независимость от состояния внешней среды, в Германии она сформировалась в условиях экономики, разоренной Первой мировой войной.

Европейская модель преимущественно используется универсальными банками, она сильно зависит от рыночной ситуации.

Американская модель требует наличия организации-посредника, осуществляющей непосредственную эмиссию ипотечных ценных бумаг. Также находится в сильной зависимости от внешней среды.

Главный недостаток моделей, задействующих фондовый рынок, состоит в их способности провоцировать развитие ипотечного пузыря. Такое последствие их применения случилось в 2006-2007 года в Соединенных Штатах Америки. Сейчас условия формирования пузыря сложились в Дании и уже проявляются некоторые признаки начала процесса.

Выделяют три способа осуществления рефинансирования ипотечных кредитов для кредитной организации. Первый подразумевает продажу кредитного пула без дальнейшей эмиссии ипотечных ценных бумаг. Второй предполагает, что кредитная организация осуществляет выпуск соответствующих финансовых инструментов, сохраняя актив на своем балансе. Третий

способ включается в себя как продажу кредитного пула, так и последующую эмиссию ипотечных ценных бумаг.

Российский ипотечный рынок возростал до 2018 года, однако в 2019 году наметился спад. Впервые за пять лет произошло снижение доли ипотечных кредитов в структуре банковского портфеля кредитования физических лиц. Такая динамика обосновывается повышением ключевой ставки и связанной с ней средневзвешенной процентной ставки по ипотечным кредитам в конце 2018 – начале 2019 года и нестабильностью роста цен на рынке недвижимости.

2019 и 2018 годы отличаются и в отношении характеристик выдаваемых ссуд. За этот период повысился средний объем выдаваемого ипотечного кредита, что может быть обосновано ростом цен на жилье. Параллельно увеличились сроки предоставления кредита. Величина первоначального взноса характеризуется ростом доли ее средних значений, что можно истолковать как признак снижения числа выдаваемых нестандартных кредитов.

Смещение корпоративных клиентов в сторону крупнейших банков с государственным участием вынуждает остальные кредитные организации расширять свое присутствие в секторе обслуживания физических лиц. АО «АБ «Россия» увеличивает число выдаваемых ипотечных жилищных кредитов.

На вторичном рынке ипотечного кредитования наблюдается рост объема рефинансированных ипотечных жилищных кредитов с продажей кредитного пула, который преимущественно происходит за счет третьего способа.

Второй способ, с сохранением актива на балансе организации, в 2018-2019 годах не практикуется.

Российский банковский рынок распределен по регионам неравномерно, наблюдается сильная концентрация кредитных организаций в Центральном регионе. Для ипотечного рынка характерно схожее распределение, хотя доля Москвы и Санкт-Петербурга значительно меньше.

Организации, осуществляющие рефинансирование ипотечных жилищных кредитов в последнем квартале 2019 года, располагаются всего в шестнадцати субъектах страны. По числу организаций наибольшее значение имеет Москва, по объему рефинансируемых кредитов – Санкт-Петербург.

На конец 2019 года большинство ипотечных облигаций в обращении – это ИПЦ ДОМ.РФ. Их преобладание в структуре выпуска продолжается с 2017 года. За 2019 год они составили 100% эмитируемых ипотечных облигаций. Такая динамика обосновывается изменением коэффициента «риска-веса» в 2016 году.

Поскольку ИПЦ ДОМ.РФ относятся ко третьему способу рефинансирования ипотечных кредитов, а балансовые облигации – ко второму, параллельно произошел спад объемов применения рефинансирования с сохранением актива на балансе кредитной организации.

Большинство ипотечных жилищных кредитов, рефинансированных третьим способом, было выдано Банком ВТБ (ПАО), чей головной офис находится в Санкт-Петербурге, что отразилось смещением объемов секьюритизированных кредитов в сторону данного субъекта.

Исходя из текущей ситуации на вторичном рынке ипотечного кредитования были составлены следующие рекомендации для коммерческого банка в части формирования политики рефинансирования.

Первый способ рефинансирования ипотечных кредитов позволяет оперативно трансформировать низколиквидные активы в высоколиквидные. Такая необходимость может возникнуть даже у крупной кредитной организации, занимающей значительную долю ипотечного рынка. Для банка, который не имеет большого ипотечного портфеля первый способ предпочтителен в силу своей доступности: не обязательно формирование объемного кредитного пула, соответствующего требованиям организации-посредника.

Второй способ в текущий момент времени малоэффективен, так как балансовые облигации, посредством которого он осуществляется, рассматриваются участниками рынка как рискованные.

Третий способ подразумевает необходимость формирования объемного кредитного пула и занимает достаточно продолжительный период времени (около четырех месяцев). Подходит для кредитной организации, которая стремится расширить свое присутствие на ипотечном рынке.

АО «АБ «Россия» в последние годы активно увеличивает объемы выдаваемых ипотечных кредитов и проводит объемные инвестиции в дочерние и зависимые организации, что сказывается на нормативах ликвидности банка. При этом кредитная организация не прибегала к выпуску ипотечных облигаций.

В рамках данной работы были сформулированы рекомендации банку использовать третий метод рефинансирования ипотечных кредитов посредством ИПЦ ДОМ.РФ. Таким образом АО «АБ «Россия» сможет привлечь дополнительные средства для своих инвестиций и выровнять структуру активов до уровня 2018 года.

Таким образом цель данной работы выполнена.

Для выполнения этой цели были решены следующие задачи:

- рассмотрены различные подходы к трактовке термина «рефинансирование ипотечного кредита»;
- описаны модели ипотечного кредитования, применяемые в разных странах;
- выделены способы рефинансирования ипотечных кредитов;
- охарактеризована ситуация на российском ипотечном рынке;
- оценена динамика объемов применения различных способов рефинансирования ипотечных кредитов в стране;
- обоснована их эффективность и неэффективность в российской экономике.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Гражданский кодекс Российской Федерации
2. Федеральный закон № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16.07.1998
3. Федеральный закон № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» от 10.07.2002
4. Федеральный закон № 152-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» от 11.11.2003
5. Федеральный закон № 353-ФЗ «О потребительском кредите (займе)» от 21.12.2013
6. Указание Банка России от 23.04.2014 № 3239-У «О предоставлении Банком России кредитов без обеспечения кредитным организациям»
7. Указание Банка России от 20.06.2014 № 3289-У «О требованиях к порядку учета денежных требований, являющихся предметом залога по облигациям, и денежных сумм, зачисленных на залоговый счет»
8. Указание Банка России от 07.07.2014 г. № 3309-У «О формах и способах принятия рисков по облигациям с залоговым обеспечением специализированного финансового общества и специализированного общества проектного финансирования»
9. Указание Банка России от 22.05.2018 № 4801-У «О форме и условиях рефинансирования кредитных организаций под обеспечение»
10. Указание Банка России от 08.10.2018 г. № 4927-У «О перечне, формах и порядке составления и представления форм отчетности кредитных организаций в Центральный банк Российской Федерации»

11. Инструкция Банка России от 29 ноября 2019 г. № 199-И «Об обязательных нормативах и надбавках к нормативам достаточности капитала банков с универсальной лицензией»

12. Айдамирова Л. Д. К вопросу истории развития ипотеки / Л. Д. Айдамирова // Бюллетень науки и практики. - 2019 г. -7 том 5. [Электронный ресурс.] - Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/k-voprosu-istorii-razvitiya-ipoteki>

13. Акционерный банк «Россия», АО // Финмаркет. [Электронный ресурс.] - Режим доступа: <http://www.finmarket.ru/database/organization/?fid=7154&fs=S>

14. Алахкулиев Д. А. Сравнительный анализ российской, европейской и американской систем ипотечного кредитования / Д. А. Алахкулиев // Скиф. Вопросы студенческой науки. -2019. -№12(40). С. 398-403

15. Банковский сектор в конце 2013 - начале 2014 года: прибыль в жертву ликвидности / ИА «Эксперт РА». 2014. [Электронный ресурс.] - Режим доступа: https://www.raexpert.ru/researches/banks/sector_13_14

16. Басакина И. А. Альтернативные источники рефинансирования коммерческих банков посредством ипотечных ценных бумаг / И. А. Басакина // Проблемы современной науки и образования. -2016. [Электронный ресурс.] - Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/alternativnye-istochniki-refinansirovaniya-kommercheskih-bankov-posredstvom-ipotechnyh-tsennyh-bumag>

17. Борисова В. О. Экономическая эффективность от внедрения программы рефинансирования кредитов других

банков / В. О. Борисова // Economics. - 2017. -№ 6(27).
[Электронный ресурс.] - Режим доступа:
<https://cyberleninka.ru/article/n/ekonomicheskaya-effektivnost-ot-vnedreniya-programmy-refinansirovaniya-kreditov-drugih-bankov>

18. Бугакова П. Ключевые вопросы регулирования рынка залоговых облигаций // Энциклопедия российской секьюритизации. 2016. С. 152-158

19. Бугров А. Казенные банки в России 1754 - 1860 / А. Бугров // Управление общественных коммуникаций Департамента исследований и прогнозирования Банка России. Москва. 2017. С. 511. ISBN 978-5-4330-0062-9

20. Влияние пандемии коронавируса на строительный сектор в зарубежных странах/ Аналитический центр ДОМ.РФ. -2020. [Электронный ресурс.] - Режим доступа:
<https://дом.рф/upload/iblock/f10/f10ee655a936492e1c0dd79e1497e882.pdf>

21. Воронин Н. Ипотеку в Дании выдают под отрицательные проценты. Как это возможно? / BBC NEWS Русская служба. -2019. [Электронный ресурс.] - Режим доступа: <https://www.bbc.com/russian/features-49397382>

22. Законы вавилонского царя Хаммурапи // Официальный сайт Исторического факультета Московского государственного университета имени М. В. Ломоносова. [Электронный ресурс.] - Режим доступа:
<http://www.hist.msu.ru/ER/Etext/hammurap.htm>

23. Зорникова Н. В. Теоретические аспекты формирования рынка межбанковских кредитов как источника ресурсной базы банка / Н. В. Зорникова, А. Г. Козловская //

Международный журнал гуманитарных и естественных наук.
-2017 г. -№4. [Электронный ресурс.] – Режим доступа:
<https://cyberleninka.ru/article/n/teoreticheskie-aspekty-formirovaniya-rynka-mezhbankovskih-kreditov-kak-istochnika-resursnoy-bazy-banka/viewer>

24. ИНТЕРФАКС-100. Банки России. Основные показатели деятельности (тыс. рублей) - 2019 г. // Финмаркет. [Электронный ресурс.] – Режим доступа:
<http://www.finmarket.ru/database/rankings/>

25. Ипотека: от древней Греции до наших дней. Специальный проект ДОМ.РФ и ТАСС // 2018 г. [Электронный ресурс.] – Режим доступа:
<https://xn--d1aqf.xn--p1ai/media/news/ipoteka-ot-drevney-gretsii-do-nashikh-dney-spetsialnyy-proekt-dom-rf-i-tass/>

26. Исламутдинова Д. Ф. Ипотечный кризис в США и антикризисная политика / Д. Ф. Исламутдинова // Актуальные вопросы экономических наук. -2016. -№55-1. [Электронный ресурс.] – Режим доступа:
<https://cyberleninka.ru/article/n/ipotechnyy-krizis-v-ssha-i-antikrizisnaya-politika>

27. Итоги развития рынка ипотеки в 2018 году / Аналитический центр ДОМ.РФ. -2019. [Электронный ресурс.] – Режим доступа:
<https://дом.рф/upload/iblock/e8a/e8a43e149f1a61e97aee32fc6d06da4c.pdf>

28. Итоги развития рынка ипотеки в 2019 году / Аналитический центр ДОМ.РФ. -2020. [Электронный ресурс.] – Режим доступа:

<https://дом.рф/upload/iblock/4e7/4e7f4f2bdc1fb1eb1c02b69ae8d9b38d.pdf>

29. ИЦБ ДОМ.РФ. Информация для Оригинатора / Официальный сайт АО «ДОМ.РФ». [Электронный ресурс.] – Режим доступа: <https://дом.рф/wp-content/uploads/docs/Основные%20условия%20сделок%20секьюритизации%20ИЦБ%20ДОМ.РФ.pdf>

30. Ключевая ставка Банка России / Официальный сайт Банка России. [Электронный ресурс.] – Режим доступа: https://www.cbr.ru/hd_base/KeyRate/

31. Ключевые участники рынка ипотечного кредитования в декабре 2018 года/ Аналитический центр ДОМ.РФ. -2020. [Электронный ресурс.] – Режим доступа: <https://дом.рф/upload/iblock/3a6/3a6c0f37ef3f3918a36e6681d81957df.pdf>

32. Ключевые участники рынка ипотечного кредитования в декабре 2019 года/ Аналитический центр ДОМ.РФ. -2020. [Электронный ресурс.] – Режим доступа: <https://дом.рф/upload/iblock/b09/b09e9dba7a4dbff6aa52a2498dc71cab.pdf>

33. Ключевые участники рынка ипотечного кредитования в январе 2020 года/ Аналитический центр ДОМ.РФ. -2020. [Электронный ресурс.] – Режим доступа: <https://дом.рф/upload/iblock/1c5/1c59e89f26e8b8848b94825e9edf416a.pdf>

34. Кожекина Л. Прогноз банковского сектора на 2020 год: Весеннее обострение/ Л. Кожекина, Р. Коршунов, А. Сараев. ИА «Эксперт РА». 2014. [Электронный ресурс.] –

Режим доступа:
https://raexpert.ru/researches/banks/bank_sector_forecast2020

35. Кропин Ю. А. Рефинансирование – инструмент или рудимент центрального банка? / Ю. А. Кропин // Мир новой экономики. -2016. -№1. С. 38-44

36. Кузьмина, М. И. Банковское ипотечное жилищное кредитование: оценка состояния и перспектива развития на примере Сбербанка России / М. И. Кузьмина. — Текст: непосредственный // Молодой ученый. — 2017. — № 1 (135). — С. 209-212. — URL: <https://moluch.ru/archive/135/37838/> (дата обращения: 01.06.2020).

37. Лещукова И. В. Сущность ипотечного кредитования и проблемы его развития в России / Лещукова И. В. // Инновационная наука. -2018. -№4. С. 97-99

38. Методологические комментарии к таблицам // Официальный сайт Банка России. [Электронный ресурс.] - Режим доступа:
https://cbr.ru/statistics/pdko/Mortgage/sum_meth_hl/

39. Обзор рынка ипотечных облигаций в 2019 году/ Аналитический центр ДОМ.РФ. -2020. [Электронный ресурс.] - Режим доступа:
<https://дом.рф/upload/iblock/cf5/cf5fc33d1f497db722f118c52dd20593.pdf>

40. Обзор рынка ипотечных ценных бумаг в 2018 г. / Аналитический центр ДОМ.РФ. -2020. [Электронный ресурс.] - Режим доступа:
<https://дом.рф/upload/iblock/290/2905d863dfda97d0b17a5e40ce7e7fd4.pdf>

41. Обзор рынка ипотечных ценных бумаг на декабрь 2016 года. / Аналитический центр ДОМ.РФ. -2020. [Электронный ресурс.] - Режим доступа: <https://дом.рф/upload/iblock/484/4845e80977953d73c54b761a41590513.pdf>

42. Показатели рынка жилищного (ипотечного жилищного) кредитования / Официальный сайт Банка России. [Электронный ресурс.] - Режим доступа: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/mortgage/

43. Попцова В. А. Ипотечное кредитование в России / В. А. Попцова // Политика, экономика и инновации. -2019. №2. [Электронный ресурс.] - Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/journal/n/politika-ekonomika-i-innovatsii?i=944121>

44. Раскрытие информации раздела 1 формы отчетности 0409316 «Сведения о кредитах, предоставленных физическим лицам» / Официальный сайт Банка России [Электронный ресурс.] - Режим доступа: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/f316/f316_info/?fdate=201812®n=328

45. Резвухина О. Ю. Современные модели ипотечного кредитования и возможность их применения в России / О. Ю. Резвухина // Экономика и бизнес: теория и практика. -2019. - №4-3. [Электронный ресурс.] - Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/sovremennye-modeli-ipotechnogo-kreditovaniya-i-vozmozhnost-ih-primeneniya-v-rossii>

46. Российский фондовый рынок: 2016 год. События и факты / НАУФОР. [Электронный ресурс.] - Режим доступа: <https://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2016.pdf>

47. Россия. Банки России. ИА «Банки.ру». [Электронный ресурс.] – Режим доступа: <https://www.banki.ru/banks/bank/rossiya/>

48. Симакова Е. К. Ипотечное кредитование: история развития в России и за рубежом / Е. К. Симакова // Вестник государственного и муниципального управления. -2016. -№3. С. 139 – 143

49. Скотников А. Е. Рефинансирование государственного долга ивановской области как источник поддержки предпринимательства в регионе / А. Е. Скотников, О. А. Смирнова // Современные наукоемкие технологии. Региональное приложение. -2018. -№2 (54). С. 72-78

50. Средняя цена 1 кв. м общей площади квартир на рынке жилья // Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики. [Электронный ресурс.] – Режим доступа: <https://www.gks.ru/dbscripts/cbsd/DBInet.cgi>

51. Уровень жизни // Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики. [Электронный ресурс.] – Режим доступа: <https://www.gks.ru/folder/13397>

52. Ушанов А. Е. Рефинансирование корпоративных кредитов: продуктовый стандарт / А. Е. Ушанов // Экономика. Налоги. Право. -2019. -№12(3) С. 93-102

53. Ховалыг Н. Н. Ипотечное кредитование в современных условиях / Н. Н. Ховалыг // Международный журнал прикладных наук и технологий «Integral». -2019. -№1. С. 257-260

54. Цыганов А. А. Особенности реструктуризации ипотечных кредитов, номинированных в иностранной

валюте / А. А. Цыганов, А. Д. Языков // Проблемы прогнозирования. -2017. -№6. С. 115-120

55. Чуканов А. И. Ипотечное кредитование: современный подход / А. И. Чуканов, Н. Е. Гучек. // Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки -2017. [Электронный ресурс.] – Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/ipotechnoe-kreditovanie-sovremennyy-podhod>

56. Шаутин С. В. Методы снижения стоимости рефинансирования ипотечного портфеля в рамках ипотечной секьюритизации (на примере российских оригинаторов) / С. В. Шаутин // Финансы и кредит. -2017г. -Т.23, №43. – С. 2858-2870

57. Щурихина Е. Итоги 2019-го и прогноз на 2020 год на рынке ипотеки: угроза заражения / Щурихина Е., Балясова К., Сараев А. // АО «Эксперт РА». -2020. [Электронный ресурс.] – Режим доступа: https://www.raexpert.ru/researches/banks/ipoteka_2019

58. Устав акционерного общества «Акционерный банк «РОССИЯ». 2016. [Электронный ресурс.] – Режим доступа: <https://abr.ru/upload/iblock/f3a/%D0%A3%D1%81%D1%82%D0%B0%D0%B2.pdf>

59. Изменения №1 в Устав АО «АБ «РОССИЯ». 2017. [Электронный ресурс.] – Режим доступа: <https://abr.ru/upload/iblock/0e2/%D0%98%D0%B7%D0%BC%D0%B5%D0%BD%D0%B5%D0%BD%D0%B8%D1%8F%20%E2%84%961%20%D0%B2%20%D0%A3%D1%81%D1%82%D0%B0%D0%B2%202016.pdf>

60. Изменения №2 в Устав АО «АБ «РОССИЯ». 2018. [Электронный ресурс.] - Режим доступа: <https://abr.ru/upload/iblock/3a5/%D0%98%D0%B7%D0%BC%D0%B5%D0%BD%D0%B5%D0%BD%D0%B8%D1%8F%20%E2%84%962%D0%B2%D0%A3%D1%81%D1%82%D0%B0%D0%B2%202016.pdf>

61. Изменения №3 в Устав АО «АБ «РОССИЯ». 2019. [Электронный ресурс.] - Режим доступа: <https://abr.ru/upload/iblock/773/%D0%98%D0%B7%D0%BC%D0%B5%D0%BD%D0%B5%D0%BD%D0%B8%D1%8F%20%E2%84%963%D0%B2%D0%A3%D1%81%D1%82%D0%B0%D0%B2%202016.pdf>

62. Годовая бухгалтерская (финансовая) отчетность АО «АБ «Россия» за 2019 год [Электронный ресурс.] - Режим доступа: [https://abr.ru/upload/iblock/d58/%D0%93%D0%BE%D0%B4%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D1%8F%20%D0%B1%D1%83%D1%85%D0%B3%D0%B0%D0%BB%D1%82%D0%B5%D1%80%D1%81%D0%BA%D0%B0%D1%8F%20\(%D1%84%D0%B8%D0%BD%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D1%8F\)%20%D0%BE%D1%82%D1%87%D0%B5%D1%82%D0%BD%D0%BE%D1%81%D1%82%D1%8C%20%D0%B7%D0%B0%202019%20%D0%B3%D0%BE%D0%B4.pdf](https://abr.ru/upload/iblock/d58/%D0%93%D0%BE%D0%B4%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D1%8F%20%D0%B1%D1%83%D1%85%D0%B3%D0%B0%D0%BB%D1%82%D0%B5%D1%80%D1%81%D0%BA%D0%B0%D1%8F%20(%D1%84%D0%B8%D0%BD%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D1%8F)%20%D0%BE%D1%82%D1%87%D0%B5%D1%82%D0%BD%D0%BE%D1%81%D1%82%D1%8C%20%D0%B7%D0%B0%202019%20%D0%B3%D0%BE%D0%B4.pdf)

63. Годовая бухгалтерская (финансовая) отчетность АО «АБ «Россия» за 2018 год [Электронный ресурс.] - Режим доступа: https://abr.ru/upload/iblock/3fc/GBFO_2018_.pdf

64. Market value for real estate by valuation, municipality of residence, unit and type of real estate / Statistics Denmark.

[Электронный ресурс.] - Режим доступа:
[https://www.statbank.dk/statbank5a/selectvarval/define.asp?
PLanguage=1&subword=tabel&MainTable=EJDFOE1&PXSID=
189079&tablestyle=&ST=SD&buttons=0](https://www.statbank.dk/statbank5a/selectvarval/define.asp?PLanguage=1&subword=tabel&MainTable=EJDFOE1&PXSID=189079&tablestyle=&ST=SD&buttons=0)

65. Niek Swagers Why the Danish mortgage bond market is sinking into negative yield territory // Aegon Asset Management. -2019. [Электронный ресурс.] - Режим доступа:
<https://www.aegonassetmanagement.com/netherlands/news-and-insights/why-the-danish-mortgage-bond-market-is-sinking-into-negative-yield-territory/>