

Управление рисками финансирования операций с недвижимостью.

Современное международное банковское сообщество вынуждено уделять особое внимание оптимизации операционной деятельности, связанной с рынками недвижимости. Специфика кредитных и инвестиционных рисков данного сектора рынка ссудных капиталов требует реализации соответствующих схем мобилизации финансовых ресурсов. Это, в свою очередь, открывает дополнительные возможности и создает новые проблемы для кредитных институтов, специализирующихся на финансировании ипотечных операций и, с другой стороны – стимулирует дальнейшую универсализацию «традиционных» коммерческих (депозитных) банков, что требует соответствующих мероприятий в сфере риск-менеджмента.

Одновременно непосредственные инвесторы, вовлеченные в управление проектами, предполагающими создание и максимизацию рыночной стоимости объектов недвижимости (девелопмент), выстраивают собственные портфельные стратегии, учитывающие риски снижения доходности, утраты платежеспособности, недостаточности или прекращения финансирования и т.д.

В более широком контексте эта проблематика связана с развитием кризисных явлений на финансовых рынках, носящих системный характер. Наиболее остро это проявилось в дальневосточном кризисе 1999-2000 гг., выходящем за рамки финансового сектора. Некоторые его отдаленные последствия, в частности для японской экономики будут ощущаться и в ближайшем будущем, несмотря на наблюдаемое на фоне сохранения дефляционного давления и избыточных производственных резервов ускорения экономического роста, сменившего длительную околодепрессивную фазу (без предшествующей выраженной рецессии).

Как известно, непосредственным поводом лавинообразного падения ликвидности в кредитном секторе послужил крах на Бангкокской фондовой бирже. Но сам кризис носил более глубокий системный характер, обусловленный определенными структурными характеристиками экономик вовлеченных в него стран, прежде всего Японии. Традиционно данная ситуация описывается как феномен «мыльного пузыря». Напомним, что банковские и небанковские кредитно-финансовые институты столкнулись с обострением конкуренции на внутреннем рынке в условиях устойчивого профицита внешнеторгового баланса, не покрываемого чистым оттоком капитала. В свою очередь такое положение было обусловлено корпоративной политикой финансово-промышленных холдингов и менее четко структурированных интегрированных бизнес-групп (кайретцу), сформировавших систему устойчивых взаимодействий, базирующихся на соответствующей культуре менеджмента, предполагающей реализацию солидарных внутригрупповых стратегий инвестирования. Следует отметить, что такая практика облегчила долгосрочное корпоративное планирование начиная с 1970-х ¹ годов, когда банковская и парабанковская системы приобрели эти специфические черты в результате «вторичного» послевоенного сращивания с корпорациями реального сектора национальной экономики, и, прежде всего его инвестиционного подкомплекса и обусловила эффективность более концентрированных, чем на Западе, портфельных стратегий управления рисками. Эти особенности нашли отражение и в политике надзорных органов, представленных Банком Японии и Министерством финансов, взаимодействующих с Федерацией экономических организаций «Кейдарэн».

Так в условиях частичного административного дерегулирования (закон 1981 года) обязательное нормативное соотношение между собственным капиталом коммерческого банка и максимальным объемом привлеченных средств сохранялось на беспрецедентном для экономически развитых стран уровне 1:83. Такое положение изменилось только после

¹ В 1970-1972 гг. наблюдался скачкообразный рост иностранных активов ряда японских банков в рамках политики «кредитного демпинга».

дальнейшей либерализации банковского законодательства в процессе реформы (т.н. «большой взрыв» 1.05.1998)

При сравнительно слабой капитальной базе коммерческие банки были обременены хронической проблемой «безнадежных долгов». При сокращении банковской прибыли наращивались объемы кредитования операций на рынках недвижимости и строительных услуг, которые оказались в состоянии «перегрева» в результате переоценки потенциала их дальнейшего роста всеми операторами – от строительных и риэлтерских компаний до коммерческих и специализированных банков, фактически утративших функции внешнего финансового контроля.² Характерно, что в этот процесс были вовлечены и иностранные банки, действующие в рамках холдингов «Мицубиси – Чейз Манхэттен бэнк», «Фудзи-Ситибэнк», «Сумитомо – Бэнк оф Америка» и более сложных группировок «Дайти Конгё бэнк» -- «Лонгтери кредит бэнк оф Джапенс Мэньюфехчурерс Хэнновер», «Сонва» -- «Континентл бэнк» и др., а также страховщики, прежде всего американские.

Во многом схожая ситуация наблюдалась на рынках финансовых и строительных услуг Сингапура, уникальность кредитной системы которого определяется выполнением эмиссионным центром функций не только надзорного органа, но и специализированного государственного торгово-экспертного банка, а также в Южной Корее с ее системой многопрофильных промышленных корпораций «чэнду», различающихся по степени внутренней технологической интеграции³, и афилированных с ними банков и парабанков.

Проблемы информационной закрытости и неэффективного контроллинга проявились и в других странах и в значительно более острых формах, несмотря на местную специфику, в том числе политическую, предопределившую и разнообразие сценариев антикризисных мероприятий, а также их успешность – от активной бюджетно-финансовой экспансии при усилении административного контроля над фондовым рынком в Малайзии до учреждения «валютного комитета» по рекомендации МВФ в Индонезии (опыт, повторенный спустя некоторое время⁴ в более мягкой форме и с большим успехом в Болгарии).

В конечном итоге банковская система Японии была спасена в результате рекапитализации, но необходимость ее реформирования, а также реинжиниринга бизнес-процессов в сфере коммерческой недвижимости, очевидны.

Показательными в этом смысле являются и некоторые более ранние кризисы, разразившиеся в принципиально иной ситуации.

В частности, в конце 1980-х годов развитие строительной отрасли Швеции в сочетании с интенсивным кредитованием компаний, связанных с недвижимостью, привело к формированию рекордно высоких цен на нее. Половина совокупного кредитного портфеля приходилась на строительство и рынок недвижимости. Завершение бума привело к возникновению серьезных финансовых проблем у владельцев новых офисных зданий, снижению ренты, резкому падению цен на недвижимость в 1991 г. и повышению доли несданных помещений. В 1994 г. цены на доходную недвижимость, сдаваемую в

² Происшедшие изменения небезосновательно рассматриваются рядом специалистов как запоздавшие, половинчатые, несвоевременные и даже вредные в создавшейся ситуации.

³ Процесс их довольно болезненной реструктуризации, стимулируемой правительством, что обуславливает ее достаточно паллиативный характер, не завершен полностью до сих пор.

⁴ Кризис в Гонконге с его наиболее открытой (наряду с Сингапуром) экономикой в большей степени был связан с международными факторами и в этом смысле крах рынка недвижимости может рассматриваться как вторичный. С другой стороны, кризис в Сингапуре начался практически одновременно с японским и усилил проявления последнего. Он был в более или менее равной степени обусловлен внутренними, связанными с рисками ипотечного кредитования, и внешнеэкономическими факторами. В отличие от этого тайваньский «тигр» в наименьшей степени был затронут этим финансовым «азиатским гриппом». Указанные события выявили необходимость совершенствования системы раскрытия финансовой информации даже в этих странах, где ее несовершенство пытались в какой-то степени компенсировать старой «вестминстерской» правовой системой, предусматривающей персональную ответственность вплоть до уголовной за неэффективный банковский менеджмент (прецедент сингапурского филиала «Барклайз бэнк»). В наименьшей степени это присуще как раз наиболее «вестернизированному» Гонконгу, ориентирующемуся на более современный вариант британского законодательства.

аренду снизились более чем вдвое. Наиболее остро это проявилось в Стокгольме, в некоторых районах которого доля несданных помещений выросла с 2 до 15-20%.

В 1990 г. произошло значительное снижение биржевых курсов акций. Динамика конъюнктуры в ряде отраслей промышленности сформировала общий экономический спад, который привел в свою очередь к банкротству многих компаний, действующих в сфере недвижимости.

Эти явления прежде всего вызвали осложнения в венчурном секторе кредитного рынка, операторы которого специализировались, в частности, на финансировании сделок с недвижимостью. Финансовые компании оказались в опасной зависимости от краткосрочных ссуд, предоставляемых банками в рамках программ учета коммерческих векселей. Фактическое прекращение учетных операций в условиях роста неопределенности и обеспокоенности банковского сектора вызвало кризис парабанков, практиковавших различные формы долгосрочного финансирования инвестиционных проектов, который захватил и сами банки. В целях предотвращения падения доверия к банковской системе правительство в конце концов вмешалось, чтобы спасти от банкротства три ведущих банка в 1991-1993 гг.

Эти события сыграли свою роль в разработке и реализации концепции системной реструктуризации кредитных институтов.

«Перегрев» рынков недвижимости, капиталов и валюты, стимулировавший экспансию депозитно-кредитных банков⁵, способствовал развитию финского кризиса 1991-1992 гг.

Сравнительно меньшую роль сыграли эти факторы в более глубоком кризисе зарегулированной банковской системы Норвегии 1988 г., вызванном изменением условий торговли из-за сокращения спроса на нефть и усилением позиций парабанков, действующих на рынках лизингового, факторингового и потребительского кредита, свободных от неадекватно жесткого административного регулирования. Либерализация правил контроля в этой сфере способствовала принятию банками неоправданно высоких операционных рисков в условиях обострения конкуренции как между ними, так и с небанковскими финансовыми посредниками.

Задачи управления рисками финансирования решались в процессе реструктуризации кредитной системы США 1930-х гг. Напомним, что согласно Закону Гласса-Стигилла 1933 г. (48 Stat. 162, 12 USC 377) произошла институционально-функциональная дифференциация коммерческих (депозитных) и инвестиционных банков.⁶ Это должно было предотвратить повторение ситуации 1920-х гг., когда привлеченные кредитные ресурсы размещались на растущих рынках инвестиционных инструментов, что привело к глубокому кризису кредитных институтов в результате краха фондовой биржи в 1929 году (выход из кризиса банковской системы начался с ее рекапитализации за счет бюджета). Тем не менее ряд исключений из этого правила (в том числе §106 Закона 1987 г. о равенстве при конкуренции в банковском деле, Закон 1980 г. о дерегулировании депозитных институтов и денежном контроле) сближают американскую практику инвестиционной банковской деятельности с западноевропейской и японской, в которой исторически доминирует тенденция к институциональной универсализации различных, в том числе нетрадиционных видов банковской (и парабанковской !) деятельности.

Закон о депозитных институтах Гарна—Сент-Жермена 1982 г. разрешил преобразование специализированных ссудно-сберегательных ассоциаций (ССА) в сбербанки и наоборот. Доля ипотечных ссуд, связанных с жилищным строительством для

⁵ Указанные реформы не сопровождались адекватными изменениями в области банковского надзора. Рестрикция привела к сдерживанию внутреннего спроса, антиципированного роста доходов и цен при сохранении мотиваций к заимствованиям.

⁶ В частности, согласно подпункту б) §221.а) настоящей части, ни один банк не может присоединить (в том числе в форме контроля за акционерами или акциями –12 USC) какую-либо корпорацию, ассоциацию, коммерческий трест и т.п. организацию, занимающуюся главным образом выпуском, основанием, предоставлением гарантий, публичной продажей или распространением ... различных ценных бумаг, кроме выпущенных или гарантированных банком (15 USS 77b.a)2)).

ССА была увеличена Законом 1989 г. о реформировании, оживлении деятельности и регулировании кредитных институтов (FIRREA) с 60 до 70% совокупных активов при их ограничении четырехкратным размером собственного капитала, а затем снова снижена в 1991 г. до 65%.⁷

Еще одной особенностью американской системы ипотечного кредитования (особенно в сравнении с немецкой⁸) является относительная централизация специфических для нее источников финансирования в условиях реализации в целом децентрализованной концепции организации сберегательного дела (государство не участвует в сберегательных институтах и не гарантирует их обязательства). ССА могут получать ссуды федеральных банков по кредитованию жилищного строительства (FHLB) и продавать свои ипотечные займы (как с традиционной фиксированной, так и с плавающей ставкой) на вторичном рынке частным кредиторам или правительственным агентствам. Государственная национальная ипотечная корпорация (GNMA) гарантирует ценные бумаги («переводные» сертификаты и др.), эмитируемые под пул закладных кредиторов, утвержденных на федеральном уровне. В состав портфеля первоклассных активов, освобожденных от федеральных кредитных ограничений и обеспечивающих соответствующие налоговые льготы ССА входят наряду с бумагами, обеспеченными закладными, приравненные к ним сертификаты участия, введенные в 1971 г.

С их помощью могут обеспечиваться ссуды FHLB, предоставляемые ССА. Основным эмитентом сертификатов участия является Федеральная ипотечная корпорация по кредитованию жилищного строительства. (FHLMC)

Законодательство штатов позволяет сбербанкам осуществлять ипотечное кредитование клиентов на улучшение жилищных условий под их сберегательные сертификаты.

В целом ипотечные ссуды на покупку коммерческой и жилищной недвижимости, частично обеспеченные официально гарантированными низкодходными жилищными закладными Федерального управления жилищного строительства (ФНА) и Ведомства по делам ветеранов (VA) составляют большую часть совокупных активов ссудно-сберегательной системы

Снижение прибыльности сберегательных учреждений и сокращение их числа в ходе кризиса конца 1970—начала 1990-х гг. было обусловлено частыми повышениями уже довольно высоких процентных ставок, опережающих доходность совокупного портфеля ипотечных ссуд, в котором были широко представлены низкодходные старые закладные с фиксированными ставками; финансированием неэффективных строительных проектов, представляющим право на налоговые льготы и венчурных инвестиций в финансовые инструменты и опытно-конструкторские работы в сфере недвижимости с использованием в этих целях системы низкостратного федерального страхования депозитов; удорожанием депозитных ресурсов в условиях дерегулирования (изменения в федеральном Законе 1966 г. от июня 1978 г.); малоэффективными и неадекватными мерами надзора на различных уровнях.⁹

Созданная еще в 1933-1934 гг. Федеральная корпорация страхования депозитов, а также Федеральная корпорация страхования ССА (FSLIC) обанкротились в 1989 г., что вызвало необходимость рекапитализации. После этого функции последней перенял Фонд страхования сберегательных ассоциаций (SAIF). SAIF, а также BIF (Фонд страхования банков) управляются Федеральной корпорацией страхования депозитов. Последняя

⁷ В начале 1980-х эта доля могла составлять только 40% без каких-либо дополнительных ограничений.

⁸ Последняя основана на привлечении кредитных и инвестиционных ресурсов межбанковского рынка (включая торговлю производными бумагами и кредиты, обеспеченные правами на объекты недвижимости) в условиях значительно менее развитого фондового рынка.

⁹ Сберегательным учреждениям, не соответствующим нормативным требованиям минимума капитала уже в 1990-х гг. разрешалось продолжить свою деятельность, учитывая в качестве собственного капитала нематериальные активы, резервные фонды на покрытие возможных убытков, некоторые формы долга.

страхует индивидуальные счета до 100 тыс. \$, что заставляет мелких вкладчиков ориентироваться исключительно на процентный доход и предоставляемые услуги. SAIF до середины 1990-х гг. сталкивался с проблемой дефицита ресурсов.¹⁰

Эти же проблемы актуализируются для ряда стран ЦВЕ, ННГ и Восточной Азии с переходной экономикой. В 90-е годы в источниках финансирования операций с недвижимостью здесь абсолютно преобладали собственные средства покупателей и застройщиков, а также бюджетов всех уровней и квазибюджетных фондов. В этих условиях риски финансирования были неотделимы от операционных производственно-технологических рисков проведения проектно-изыскательских и строительно-монтажных работ. Это было связано с относительно низкой эффективностью долгосрочных инвестиционных проектов, направленных на создание новой капитальной стоимости с точки зрения финансовых посредников и особенностями временной структуры их пассивов, определяемой спецификой преимущественно краткосрочных мотиваций к сбережению в условиях дестабилизации денежных рынков или недостаточностью ресурсов, перераспределяемых через каналы рынка капиталов в странах с более устойчивыми характеристиками экономического развития, где роль этих посредников оставалась неадекватно низкой (Китай, Вьетнам).

Соответственно, структура этих финансовых рисков рассматривалась институциональными инвесторами как неприемлемая в сложившихся условиях даже в сравнении с венчурными вложениями в объекты и инструменты местных рынков ссудного капитала. С другой стороны, в периоды относительно стабильного экономического роста и формирования платежеспособного спроса на офисную и жилую недвижимость привлекательность финансовых операций в этой сфере растет, в том числе и за счет недостаточного развития альтернативных секторов финансовых инструментов или чрезмерной неопределенности их конъюнктурной динамики, а также институциональных и политических рисков (Россия, Украина, Казахстан, Азербайджан).

При изменении указанных структурных характеристик пассивов кредитование операций на первичном и вторичном рынках недвижимости начинает рассматриваться преимущественно с точки зрения надежности обеспечения по сравнению с ликвидностью объектов. Качество обеспечения рассматривается как потенциально высокое в контексте наблюдаемых долговременных тенденций роста цен на недвижимость.¹¹

Последнее в целом не характерно для новых членов ЕС, уже переживших потрясения в банковской сфере начала 1990-х гг., связанные с перемещением «горячих денег» с одних «новых финансовых рынков» на другие (Чехия¹², Латвия, Эстония и др.) и во многом

¹⁰ Это обусловлено главным образом передачей SAIF обязательств FSLIC по выплате процентов на облигации финансовой корпорации, эмитированных в 1987 г. на сумму 8.1 млрд. \$. VJF находился гораздо ближе к достижению норматива резервных требований в 1,25 %, который удовлетворен примерно на $\frac{3}{4}$ против $\frac{1}{4}$ по SAIF. В результате CCA, обслуживаемые SAIF уплачивали страховые взносы примерно в три раза выше, чем коммерческих банков, которые страхуются VIF, кроме вновь созданных федеральных сбербанков.

¹¹ Примечателен во многом уникальный опыт новых восточных земель ФРГ, где рынок недвижимости был деформирован беспрецедентными «истошающими инвестициями» и гарантиями со стороны федерального бюджета, связанными с реконструкцией этих регионов. В свою очередь это стимулировало бурную инвестиционную активность и низкую эффективность большого количества конкретных проектов.

¹² В Чехии известную роль сыграло афилирование ряда проблемных с точки зрения ликвидности предприятий с коммерческими банками, преобразованными из кредитно-расчетных учреждений ЧССР на основе сложившихся в тот период связей и новых отношений с холдингами, возникшими в ходе ваучерной приватизации. В дальнейшем появились критерии более реалистической оценки рыночных возможностей предприятий, многие из которых повысили свою эффективность в процессе реструктуризации и привлечения ресурсов стратегических инвесторов. Неэффективное кредитование объективно задержало эти процессы и привело к нерациональному использованию средств. Реформирование банковского сектора сопровождалось рекапитализацией. В Венгрии, например, некоторые банки рекапитализировались до пяти раз, что в принципе ведет к снижению стимулов к организации эффективного риск-менеджмента. Эти обстоятельства попытались учесть при проведении реформы банковской системы Польши, также подвергнутой рекапитализации в сентябре 1993 года. С другой стороны, Эстония представляет в наиболее

предварявшие несравненно более масштабные кризисы в Мексике, Аргентине и Бразилии, где данные обстоятельства в сочетании с комбинацией внутрисистемных социально-экономических факторов также сыграли определяющую роль. Уже в начале XXI века с подобными проблемами столкнулись Румыния, Болгария и Македония. Ожидающийся бурный рост ипотечного кредитования в странах ЦВЕ, возможно с участием иностранных операторов, требует учета мирового опыта реинжиниринга бизнес-процессов в этой сфере в процессе адаптации финансовой системы к потребностям экономической интеграции в рамках ЕС.

Неадекватность институциональных характеристик кредитных систем стран СНГ обнаруживается, в частности, в неспособности осваивать потенциальное операционное поле ипотечного кредитования в ряде динамично развивающихся регионов (Москва и Московская область, Санкт-Петербург, Нижний Новгород, Казань, Тюменская область, Башкирия¹³, Хабаровск, Киев и окрестности, Львовская область, Республика Крым, Алматы, Астана и др.)

Необходимость диверсификации кредитных рынков¹⁴ ограничивает объем ресурсов, предоставляемых банковским сектором и определяет ужесточение требований к платежеспособности заемщиков и качеству залога (перспективная оценка которого в любом случае не в состоянии объективно учесть возможные изменения конъюнктуры на рынке недвижимости, ценовую динамику, политические и административные риски общегосударственного, местного и муниципального уровня и т.д.) В результате формируется венчурный сектор рынка недвижимости, где оперируют «черные» и «серые» девелоперы, концентрирующие средства, уводимые с низкодоходного рынка депозитов при отсутствии альтернатив в виде дифференцированных по критериям доходности, капитализации, рисков и ликвидности инструментов. В свою очередь, такое состояние инструментальной среды и институциональной инфраструктуры инвестиционной деятельности ограничивает возможности реализации кредитно-финансовыми учреждениями портфельных стратегий управления рисками.

Разумеется, формирование рынков ценных бумаг и имущественных прав, специфичных для ипотечного сектора предполагает создание экономических и правовых условий перехода заложенного имущества в собственность лендлера,¹⁵ и упрощение процедур уведомления третьей стороны о приоритетности прав на объект обеспечения (введение реестра закладных и т.д.), развитие рынка земли, реформирование ЖКХ, а также создание законодательной и правоприменительной системы решения возникающих в процессе проведения данных преобразований социальных проблем (например, обеспечение жильем выселяемых несостоятельных должников).¹⁶ Весьма остро стоит

чистом виде вариант формирования новых банков, а также реструктуризации, приватизации и ликвидации старых. Характерно, что подобный сценарий, реализованный в РФ в условиях спонтанного развала прежней финансовой системы, не избавил банковский менеджмент от мотивации и установлению заведомо неэффективных финансовых отношений. Рекапитализация в 1998-1999 гг. носила необоснованно селективный характер. Во всех случаях имело место отсутствие соответствующего контроля со стороны официальных органов надзора.

¹³ В этих случаях наблюдается целевое и нецелевое использование средств, выделяемых в рамках централизованных программ поддержки развития схем ипотечного кредитования.

¹⁴ Такая диверсификация зачастую предполагает осуществление венчурного проектного финансирования деятельности крупных застройщиков и генподрядчиков.

¹⁵ Ожидаемое принятие Земельного кодекса РФ не предполагает решения этих проблем даже на концептуальном уровне.

¹⁶ Внесение изменений в Жилищный кодекс РФ с учетом сложившейся практики правоприменения может обострить социальные конфликты, что связано с попыткой упорядочить вопросы отчуждения объектов права собственности в сфере недвижимости в целях ее трансформации (нового строительства, реконструкции, ремонта, изменения способа использования и т.д.) без должного учета интересов собственников и пользователей. Безусловный приоритет собственников, включая субъектов процесса реституции, реализуемый в судебной практике Латвии и Эстонии и недостаточность компенсации другим выгодоприобретателям уже подвергается критике со стороны европейских правовых институтов.

проблема гарантии прав собственности на объекты недвижимости и интересов инвестора. Необходимость системного подхода к решению этого комплекса проблем продемонстрировал, в частности, опыт проведения земельных аукционов в Саратовской области, не оправдавший ожиданий не столько из-за несоответствия российскому законодательству, что не являлось исключением, а по причинам отсутствия адекватной институциональной поддержки.

Примечательна в этой связи ситуация в Казахстане, где пропрезидентский менджлис отверг закон, легализующий продажу земель сельхозназначения, демонстрируя таким образом независимость от исполнительной власти.

С другой стороны, отмена 40 ст. литовской Конституции, запрещающей продажу земли нерезидентам и резидентам иностранного происхождения по итогам проведения факультативного референдума 1997г. создал предпосылки дальнейшего развития земельного рынка и рынка финансовых услуг.

Финансирование жилищного строительства в РБ с 1990-х гг. обеспечивалось в значительной степени централизованными «истоющими инвестициями» и бюджетными кредитами и предоставлением Сбербанком целевых ссуд в рамках программы, рефинансируемой НБ.

Программы, финансируемые за счет облигационных займов облисполкомов и Мингорисполкома, реализуемые с 1996 г., были свернуты в начале 1998 г. под давлением НБ., что по-видимому отражало изменение политических приоритетов. В результате неразвитый финансовый рынок РБ с сектором низколиквидных корпоративных долевых ценных бумаг¹⁷ значительно не пострадал непосредственно от последствий финансового дефолта и девальвации российского рубля в августе 1997 г.

Важное значение с точки зрения формирования ресурсной базы имеет создание системы страхования депозитов. В РФ обсуждаются законодательные предложения, предусматривающие создание корпорации по образцу VIF. В РБ предпочтение отдается финансируемой системе страхования. Практическое включение всех звеньев банковской системы РБ в бюджетный процесс, непосредственное централизованное воздействие на их операционную деятельность и распределение ссуд, фактическое сращивание финансовой и кредитной систем подрывает ликвидность банков и парабанков, трансформирует принятые критерии эффективности и ответственности за принимаемые решения, препятствует реструктуризации кредитных институтов в соответствии с рыночными принципами и рационализации их риск-менеджмента.

Преподаватель ГИУСТ БГУ
Симонов Д.Е.
220030, г.Минск, т.227-96-06

Отмена антиконституционных ограничений приобретения жилых помещений мигрантами, а также самой миграции усилит спрос на приобретение, аренду недвижимости. В то же время либерализация правил продажи объектов недвижимости увеличит предложение и одновременно усилит спекулятивные мотивации операционной деятельности в этой сфере.

¹⁷ Роль сектора краткосрочных государственных долговых обязательств в финансировании бюджетного дефицита была сравнительно незначительной, хотя они представляли интерес для РБ с точки зрения доходности текущих операций.