

УДК 338.12

АМЕРИКАНСКАЯ МОДЕЛЬ ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ

© 2015 г. **А.Ю. Давыдов***

Статья поступила в редакцию 6.04.2015.

В статье рассматривается проблемы ипотечного кредитования в США. Анализируется работа основных институтов ипотечного кредитования. Предпринята попытка сформулировать предложения по развитию рынка ипотеки в России.

Ключевые слова: ипотека, ипотечный кредит, ипотечные ценные бумаги, договор обеспечения, Федеральная национальная ассоциация по ипотечным кредитам, Федеральная корпорация по ипотечному кредитованию.

Современный рынок ипотеки в США самый большой в мире. Совокупный объём находящихся в обращении ипотечных ценных бумаг (*mortgage-based securities, MBS*) составил в 2014 г. более 3 трлн. долл. Как показал мировой кризис 2008–2009 гг., основные тенденции динамики ипотечного рынка Соединённых Штатов Америки оказывают воздействие на развитие мирового финансового рынка.

Несмотря на то, что в последние годы ипотечный рынок переживает трудности, сложившаяся система ипотеки модифицируется и продолжает работать. Поэтому изучение американской модели ипотечного кредитования, в том числе её недостатков и современных проблем, представляет для России несомненный интерес. С теоретической стороны рынки ипотечного кредитования и производных финансовых активов слабо изучены. С практической – ипотечное кредитование в России начало формироваться сравнительно недавно и достаточно стихийно.

Как известно, ипотека неразрывно связана с другими финансовыми рынками, однако ипотечные рынки обычно рассматривают отдельно от других сегментов рынка долгосрочных капиталов. Для этого есть несколько причин. Во-первых, ссуды под недвижимость всегда обеспечиваются реальным залогом в виде земельных участков или зданий, и, если заёмщик не выполняет своих долговых обязательств, имущественные права на недвижимость переходят к кредитору. Во-вторых, несмотря на то что в последние годы вторичный ипотечный рынок заметно расширился, его объёмы значительно меньше, чем стоимость ценных бумаг, размещённых на других рынках долгосрочных капиталов. В-третьих, состояние ипотечных рынков поддерживается и строго регулируется действиями специальных государственных органов. Вмешательство государства в деятельность других рынков долгосрочных капиталов носит ограниченный характер.

* ДАВЫДОВ Андрей Юрьевич – кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник ИСКРАН. Российская Федерация, 121069 Москва, Хлебный пер., д. 2/3 (stulovo2@mail.ru).

Эволюция рынка ипотечного кредитования

До начала 1930-х годов в США действовала традиционная система ипотечного кредитования: кредиторами были исключительно сберегательные институты. Отличительной чертой данной системы была её низкая способность к проверке платёжеспособности индивидуальных заёмщиков, стоимости недвижимости, находящейся в разных штатах, а самое главное – высокая зависимость всей системы ипотечного кредитования от общеэкономической ситуации в стране.

Традиционной формой ипотечного кредита являлся среднесрочный (от трёх до пяти лет) кредит с фиксированным процентом, выплачиваемым периодически, и погашением основного долга в конце периода – так называемый шаровой кредит (*balloon mortgage*). Кредитный договор предусматривал возможность досрочного погашения части или всей суммы основного долга. Первоначальный взнос составлял до 50% суммы кредита, что значительно ограничивало доступность кредита для людей со средним и низким уровнем дохода.

На сберегательные институты была возложена функция привлекать средства на ипотечное кредитование. Традиционным источником финансирования ипотечных операций сберегательных институтов служили краткосрочные депозитные сертификаты и текущие счета физических лиц. Таким образом, кредиторы финансировали долгосрочные активы краткосрочными заёмными средствами, и это положение было закреплено нормативно-законодательными актами. Традиционная ипотечная модель сводилась к цепочке из трёх участников: заёмщика, кредитора и инвестора. Несмотря на незамысловатость модели, 1920-е годы в США ознаменовались подъёмом рынка недвижимости и ростом ипотечного кредитования. Крах большого числа сберегательных институтов в период «Великой депрессии» привёл к кризису традиционной американской системы ипотечного кредитования.

«Великая депрессия» показала, что традиционная система ипотечного кредитования не имеет встроенных элементов государственного регулирования, которые позволяли бы ей функционировать в периоды экономического спадов. Ввиду социальной значимости жилищной проблемы и неспособности частного сектора восстановить процесс ипотечного кредитования в стране, правительство было вынуждено принять централизованные меры по изменению концепции и организации ипотечной системы.

В рамках «Нового курса» Рузвельта администрация США сделала шаги, которые привели к изменению ипотечной системы. Основная задача сводилась к созданию регулируемых государством источников ликвидных средств для финансирования ипотечных кредитов, объём которых был бы в меньшей степени обусловлен экономической ситуацией в стране и обеспечивал бы равномерный приток денежных средств в ипотечную сферу вне зависимости от циклических колебаний.

Для решения этой задачи были созданы дополнительные институты ипотечного рынка, которые в конечном счёте позволили разъединить процесс предоставления ипотечных кредитов, с одной стороны, и процесс привлечения средств в ипотечную сферу – с другой. Тем самым было положено начало

процессу дезинтеграции ипотечной системы на первичный ипотечный рынок, охватывающий процесс предоставления и обслуживания ипотечных кредитов, и вторичный ипотечный рынок, связанный с ресурсным обеспечением ипотеки.

Важным шагом формирования институциональных основ современной системы ипотечного кредитования стало создание в июне 1934 г. Федеральной жилищной администрации, ФЖА (*Federal Housing Administration*) в соответствии с законом «О жилищном и городском развитии» (*The Housing and Urban Development Act*). Основными направлениями деятельности ФЖА являются создание системы взаимного страхования ипотечных кредитов и совершенствование стандартов ипотечного жилищного кредитования. Федеральная жилищная администрация стала первой страховой компанией, учреждённой государством и специализирующейся на страховании кредитного риска по ипотечным жилищным кредитам.

Наиболее практикуемым ФЖА видом ипотечного кредита стал кредит с фиксированной процентной ставкой и равными периодическими выплатами (*level-payment, fixed-rate mortgage*), или аннуитетный кредит. С точки зрения заёмщика, кредит был выгоден тем, что, во-первых, предоставлялся на более долгий срок, чем традиционный (сейчас жилищные кредиты в США предоставляются на срок от 15 до 30 лет), а во-вторых, размер ежемесячных выплат был фиксированным на протяжении всего срока. Что важно, для заёмщика сохранялась возможность досрочного погашения основной части по кредиту в любом объёме и в любой момент времени, что расширяло его возможности в области управления своим долгом и распоряжения жильём. При выдаче ипотечных ссуд кредиторы должны были проводить процедуру анализа вероятности погашения кредита в соответствии с требованиями и критериями, установленными Федеральной жилищной администрацией.

Процедура анализа вероятности погашения кредита включает в себя, во-первых, оценку способности потенциального заёмщика погасить кредит, во-вторых, оценку готовности потенциального заёмщика погасить кредит (оценка добросовестности) и, в-третьих, оценку достаточности обеспечения кредита в виде залога на недвижимое имущество.

Сегодня основными критериями для предоставления кредита являются следующие:

1. Отношение суммы кредита к рыночной (или оценочной) стоимости залога (*loan-to-value ratio, LTV*). Чем ниже этот коэффициент, тем больше вероятность того, что при обращении взыскания на заложенную недвижимость выручка от продажи залога покроет расходы кредитора по предоставленной ссуде. Максимальное значение коэффициента *LTV* в США сейчас составляет 80%.

2. Отношение ежемесячного платежа по кредиту (включая расходы по выплате части основного долга и процентов, платежи по налогам на имущество, платежи по страхованию) к ежемесячному доходу заёмщика (*payment-to-income ratio, PTI*). Чем меньше этот коэффициент, тем меньше долговая нагрузка на заёмщика, и тем выше его кредитоспособность. По состоянию на 2013 г., пороговое значение коэффициента *PTI* составляло 28%.

3. Дополнительным показателем, близким к предыдущему, является отношение общей суммы обязательств заёмщика (включая расходы по ипотеке,

потребительским кредитам, прочим обязательствам) к доходу заёмщика (*payment-to-income2, PTI2*). Этот коэффициент не превышает 40%.

Разработка единых для всех кредиторов критериев позволила полностью унифицировать процедуру предоставления ипотечных кредитов на всей территории США. Такая стандартизация стала ключом к созданию ликвидного вторичного рынка кредитов, гарантированных Федеральной жилищной администрацией.

Для восстановления функционирующего вторичного рынка ипотечных кредитов в марте 1935 г. была создана Компания по ипотечному кредитованию в Корпорации по финансированию реконструкции (КФР). Руководители ФЖА и КФР предприняли меры, чтобы КФР способствовала развитию рынка ипотечных кредитов путём покупки застрахованных Федеральной жилищной администрацией ипотечных кредитов. Объём операций КФР был относительно невелик. За 1935–1948 гг. покупки по контрактам Компании по ипотечному кредитованию составили всего 63 тыс. застрахованных ФЖА кредита на сумму 252 млн. долларов.

В феврале 1938 г. в соответствии с директивой президента Рузвельта была учреждена организация, известная ныне как Федеральная национальная ассоциация по ипотечному кредитованию (*Federal National Mortgage Association*, или *Fannie Mae*). «Фанни Мей» начала свою деятельность с первоначальным капиталом 10 млн. долл. К этой сумме добавились дополнительные средства в размере 1 млн. долл., внесённые КФР, осуществлявшей надзор и управление Ассоциацией. «Фанни Мей» оставалась дочерней компанией КФР вплоть до сентября 1950 года.

Первые ипотечные кредиты были приобретены ассоциацией в мае 1938 г. В первый же год создания «Фанни Мей» приобрела около 26 тыс. ипотечных кредитов на общую сумму около 100 млн. долл.; при этом имело место только 25 обращений о взыскании заложенного имущества.

Механизм сделок, осуществляемых «Фанни Мей» в первые десятилетия существования, был предельно прост. Компания приобретала ипотечные кредиты, гарантированные Федеральной жилищной администрацией у кредиторов по всей территории страны и держала их на своём балансе. «Фанни Мей» несла процентный риск и риск досрочного погашения по приобретённым кредитам. Кредитный риск был почти полностью элиминирован оценочной деятельностью Федеральной жилищной администрации. Компания предоставляла ипотечным кредиторам получить доступ к финансовым ресурсам, которые не были ограничены колебаниями рыночной конъюнктуры, и избавляла от проблемы управления основными рисками ипотечного кредитования.

Таким образом, «Фанни Мей» была создана государством и на первых порах финансировалась им как институт государственного регулирования вторичного рынка. В первые десятилетия своей деятельности компания оказывала незначительное влияние на рынок ипотечных кредитов. Существенный рост её ипотечного портфеля произошёл лишь в 1950-е годы. В 1957 г. ассоциация приобрела ипотечных кредитов на сумму около 1 млрд. долл. Этот факт свидетельствовал о том, что «Фанни Мей» стала важным участником вторичного рынка ипотечных кредитов в США.

Для привлечения дополнительных денежных ресурсов на ипотечный рынок в 1956 г. «Фанни Мей» начала эмиссию займов на внутриамериканском рынке ценных бумаг. До начала 1980-х годов компания эмитировала традиционные долговые ценные бумаги, не имеющие специального залогового обеспечения. Они подразделялись на краткосрочные дисконтные облигации (*short-term discount terms*), средне- и долгосрочные процентные облигации (*debentures*), а также субординированные облигации (*subordinated debentures*). В качестве инвесторов «Фанни Мей» выступали институциональные инвесторы финансового рынка США: пенсионные фонды, взаимные инвестиционные фонды, страховые компании, корпорации, банки и другие финансовые институты. Общий объем заимствований, который может позволить себе «Фанни Мей», также как и лимиты выпуска облигаций различного вида, периодически устанавливались (устанавливаются и сейчас) государственными органами. Максимально разрешенный объем неоднократно корректировался в сторону повышения.

Ценные бумаги «Фанни Мей» получили статус «ценных бумаг федерального агентства», который сохранился до настоящего времени. Этот статус означает, что долговые обязательства компании выпускаются в соответствии с законами по согласованию с Казначейством США и освобождены от регистрации в Комиссии по ценным бумагам. Эти бумаги могут без ограничений приобретать коммерческие банки.

Надежность заимствований «Фанни Мей» подкреплена ещё и тем фактом, что, помимо эмиссии ценных бумаг, она имеет возможность заимствовать у Казначейства США на сумму до 2 млрд. долларов.

«Фанни Мей» всегда могла воспользоваться мощной кредитной поддержкой консорциума крупнейших банков страны. Хотя банковская линия использовалась редко, она также обеспечивает дополнительную гибкость на случай неблагоприятных финансовых обстоятельств.

В течение многих лет после создания «Фанни Мей» различные банковские группы предлагали приватизировать ассоциацию. Эти предложения нашли отражение в её уставе, принятом в августе 1954 г. и действовавшем до 1968 г. В рамках операций на вторичном рынке «Фанни Мей» предписывалось устанавливать цены на приобретаемые ипотечные кредиты в диапазоне рыночных цен. До кризиса 2008–2009 гг. предъявлялось требование самоокупаемости.

В начале 1970-х годов организация вторичного рынка ипотечного кредитования претерпела изменения, вызванные стремлением государства и частных организаций к разгосударствлению вторичного рынка ипотечных кредитов. Новая редакция закона «О жилищном и городском развитии» (*The Housing and Urban Development Act*) 1968 г. преобразовала «Фанни Мей» из государственной компании в частную корпорацию. Одновременно из её структуры была выделена отдельная государственная компания, получившая название Государственной национальной ипотечной ассоциации (*Government National Mortgage Association, Ginnie Mae*), для стимулирования вторичного рынка кредитов, гарантированных ФЖА.

Кроме того, созданная в 1970 г. корпорация «Фредди Мак» стала институтом вторичного рынка договорных ипотечных кредитов. Первоначальный ка-

питал корпорации был сформирован путём продажи акций на сумму 100 млн. долл. Совет директоров назначается президентом США. Как и ценные бумаги «Фанни Мей», бумаги «Фредди Мак» имеют статус «ценных бумаг федерального агентства».

Появление новых институтов, в свою очередь, привело к появлению на вторичном ипотечном рынке нового механизма рефинансирования ипотечных кредитов (привлечения средств в ипотечную сферу) – секьюритизации.

Под секьюритизацией обычно понимают процесс формирования пулов финансовых обязательств, позволяющий финансовым активам свободно обращаться среди множества инвесторов. В сфере ипотечного кредитования под секьюритизацией понимают процесс объединения ипотечных кредитов в пул, состоящий из кредитов установленных параметров, и выпуск на его основе новых ценных бумаг, обеспеченных данным пулом. Ценные бумаги, созданные в результате секьюритизации, получили название переводных или сквозных ценных бумаг.

«Фредди Мак» имеет два основных направления деятельности: секьюритизация договорных ипотечных кредитов и осуществление портфельных инвестиций в так называемые ипотечные активы – ипотечные кредиты и различного вида производные ценные бумаги, выпущенные на основе ипотечных кредитов.

До внедрения механизма секьюритизации институциональные инвесторы, такие как пенсионные, страховые, взаимные фонды, могли инвестировать в ипотечную сферу только в форме приобретения облигаций «Фанни Мей». Они не могли выступать в качестве покупателей ипотечных кредитов напрямую, поскольку в этом случае им пришлось бы, во-первых, обслуживать приобретённые кредиты, а во-вторых, нести все виды ипотечных рисков, включая кредитный. В случае же покупки переводных бумаг инвесторы сталкиваются с процентным риском (с которым они всегда в той или иной степени имели дело), а также с риском досрочного погашения, для управления которым ими были впоследствии разработаны специальные методы. Кредитный риск по переводным бумагам минимален (в случае сертификатов участия) или сведён к нулю (в случае бумаг «Джинни Мей»). Поэтому переводные бумаги вскоре после появления превратились в ликвидный инструмент вторичного ипотечного рынка.

Вторичный рынок успешно обеспечивал ипотечную систему финансовыми ресурсами, создавая равновесие между предложением средств и спросом на них, вследствие чего процентные ставки по ипотечным кредитам изменялись в том же направлении, что и рыночные ставки процента.

Подобно «Фанни Мей», «Фредди Мак» осуществляла покупки договорных ипотечных кредитов для своего портфеля. Финансирование этого направления деятельности «Фредди Мак» осуществляется благодаря выпуску облигаций. Виды облигаций включают как краткосрочные дисконтные бескупонные облигации (*discount notes*) со сроком обращения до одного года, так и средне- и долгосрочные купонные облигации (*medium- and long-term debt*).

Как показала многолетняя практика, переводные бумаги оказались удачным инструментом для привлечения инвесторов, которые до тех пор не считали возможным вкладывать средства в ипотечную сферу. Успех ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами, способствовал возникновению «кондуй-

тов» частных эмитентов рыночных ценных бумаг, выпускаемых на основании кредитов, предоставленных и обслуживаемых большим числом (обычно до 30–40) первичных кредиторов. Это, в свою очередь, привело к созданию прямых ипотечных облигаций (*pay-through bonds*). В результате меры, предпринятые государством по развитию структуры и инструментов вторичного рынка, стимулировали деятельность частного сектора по совершенствованию механизмов привлечения средств в сферу ипотечного кредитования.

Причиной, которая побудила всех участников ипотечного рынка к использованию и развитию механизма секьюритизации, послужил спад 1979–1981 гг. Рост процентных ставок обусловил кризис сберегательной системы, для преодоления кризиса необходимо было модифицировать роль сберегательных институтов на ипотечном рынке.

Резкие изменения процентных ставок в 1980-х годах способствовали внедрению новых видов ипотечных кредитов – с переменной ставкой процента (*Adjustable Rate Mortgages, ARMs*). Кредиторы стали проводить более гибкую политику на этапе выдача кредитов и внедрять специфические инструменты, ориентированные на определённые группы заёмщиков.

Наконец, рост процентных ставок подтолкнул первичных кредиторов к обращению на вторичный рынок и привёл к резкому увеличению объёма вторичных сделок и к совершенствованию инструментов вторичного рынка. Новые инструменты были разработаны как в категории переводных бумаг, так и среди традиционных долговых инструментов, эмитируемых «Фанни Мей» и «Фредди Мак».

В целом процесс совершенствования ипотечной системы в 1980-е годы был направлен на снижение транзакционных издержек ипотечного кредитования. Рост процентных ставок выявил достоинства механизма секьюритизации, позволил участникам ипотечного рынка в полной мере использовать его и в дальнейшем существенно расширить.

Современная модель ипотечного кредитования

В отличие от одноуровневой модели ипотечного кредитования, характерной для стран Западной Европы, в США получила развитие двухуровневая модель. Суть одноуровневой схемы, включающей в себя множество инвестиционных технологий, состоит в том, что выдавший ипотечный кредит банк или кредитное учреждение самостоятельно рефинансирует ипотечные кредиты путём выпуска ценных бумаг облигационного типа – закладных листов.

Возникновению двухуровневой системы ипотечного кредитования в США способствовали две основные причины:

1. Необходимость экономического стимулирования жилищного строительства за счёт частного капитала, но при всесторонней поддержке государства.
2. Отсутствие на федеральном уровне единообразия в сделках с ипотечными кредитами при требованиях к обеспечению ипотечных кредитов в условиях множества законодательств различных штатов.

Двухуровневую модель отличает разделение основных операций, проводимых на рынке жилищного кредитования. На первичном рынке в соответствии с действующими нормами и правилами производятся следующие операции:

- предоставление ипотечного кредита заёмщику;
- залог недвижимого имущества заёмщиком;
- передача закладной залогодержателем кредитору;
- приобретение объекта недвижимости в собственность заёмщику;
- страхование недвижимого имущества в размере суммы основного долга по кредиту без учёта процентов и прав на него;
- возврат залогодержателем закладной заёмщику или продажа выданного кредита (закладной) на рынке.

Вторичный рынок ипотечного кредитования имеет более сложную структуру, которая обеспечивает:

- отчуждение требований по ипотечным кредитам и/или закладных по договорам купли-продажи, мены или иной сделки;
- формирование портфеля ипотечного покрытия на основе однотипных закладных (требований о возврате кредита), ипотечных сертификатов участия;
- эмиссию ипотечными и кредитными организациями ценных бумаг с ипотечным покрытием, в том числе облигаций;
- передачу прав на недвижимое имущество от одного лица к другому;
- рефинансирование ипотечных кредитов;
- обслуживание ценных бумаг, обеспеченных ипотекой;
- доверительное управление ипотечным покрытием;
- снижение рисков и повышение доступности ипотечных кредитов;

Суть двухуровневой схемы ипотечного кредитования состоит в том, что ипотечные кредиты, выданные на первичном рынке, переуступаются специально созданным агентствам. Роль агентств заключается в перераспределении ресурсов и достижении единообразия ипотечных сделок, повышении ликвидности ипотечных кредитов, перераспределении рисков. В основу организации ипотечной системы США легли следующие принципы:

- перераспределение ресурсов между регионами, отраслями и секторами экономики посредством продаж долговых ценных бумаг, обеспеченных неделимым пулом ипотек;
- помощь кредиторам и строителям при падении процентных ставок в будущем через выпуск обязательств по участию в покупках ипотек с фиксированной процентной ставкой или доходностью.

Основными недостатками этой схемы являются:

1. Сложность структуры управления.
2. Дороговизна содержания, что увеличивает в конечном счёте стоимость кредитных средств для заёмщика.
3. Зависимость от колебаний процентных ставок на рынке ссудного капитала.

Положительными сторонами двухуровневой схемы являются:

1. Существенное расширение источников финансирования операции по ипотечному кредитованию.

2. Возможность перераспределять риски между кредиторами, возможность перераспределять ресурсы между штатами и секторами экономики.

Структурные изменения, произошедшие на первичном рынке в 1980-е годы, создали объективные предпосылки для значительного расширения вторичного ипотечного рынка. В 1980-е и 1990-е годы были внедрены в практику новые инструменты в категории переводных или сквозных ценных бумаг (*pass through*) и традиционных долговых инструментов, что предоставило новые возможности первичным кредиторам и инвесторам.

Современный вторичный рынок предлагает кредиторам две основные возможности. Во-первых, кредитор может продать весь портфель ипотечных кредитов или его часть частным инвесторам либо напрямую, либо прибегая к услугам посредников или брокеров. Стандартизация ипотечных инструментов, требующаяся в рамках государственных программ страхования кредитов, позволила создать ликвидный рынок кредитов. Частные страховые компании способствуют повышению ликвидности рынка договорных кредитов. За прошедшие полтора десятилетия преобладающая часть операций с ипотечным заимствованием была связана с обусловленными займами (*conventional loans*), т.е. с заимствованиями, не обеспеченными правительственными гарантиями. Такие заимствования составляли около 95% всех ипотечных займов, выданных в 2007 года.

В категории займов, гарантированных правительством, три четверти имели гарантии Федеральной жилищной администрации, а остальные по большей части были гарантированы Министерством по делам ветеранов. При этом характерно, что доля ипотечных кредитов, гарантированных ФЖА, за последние годы существенно сократилась. Если в 2000 г. она составляла около 20% всех ипотечных кредитов, то в 2006–2007 гг. она колебалась в пределах 3–5% всех кредитов.

Специалисты отмечают, что развитие в последние годы обусловленных ипотечных продуктов (*conventional loan products*) с более простой и ускоренной процедурой оформления привлекла к таким кредитам многих заёмщиков, которые ранее пытались получить кредит, обеспеченный гарантией ФЖА. Среди новейших обусловленных ипотечных продуктов были и такие, которые рассчитаны на заёмщиков, стремящихся минимизировать размеры своих начальных или последующих выплат, либо не имеющих возможности или не желающих документально подтвердить источники своего дохода.

В роли инвесторов в таких сделках выступают институты, имеющие возможность оценить кредитные продукты и обслуживать их, т.е. в основном это сделки по купле-продаже кредитов между традиционными первичными кредиторами – сберегательными учреждениями и коммерческими банками.

Во-вторых, первичные кредиторы могут продать кредиты на рынке посредством выпуска переводных (сквозных) ценных бумаг. Кредиторы формируют пулы (однородные по определённым параметрам группы) ипотечных кредитов и продают доли участия в потоке поступлений по этому пулу, оформленные как ценные бумаги особого вида, инвесторам. Сквозные бумаги позволяют распределить поток поступлений по пулу разными способами, учитывая предпочтения инвесторов. Переводные ценные бумаги обычно га-

рантированы государственными или частными компаниями, даже если ипотечные кредиты, лежащие в основе переводных бумаг, гарантированы или застрахованы от кредитного риска.

Эволюция ипотечной системы США, вызванная прежде всего развитием вторичного рынка, заключалась в институциональном разделении основных аспектов ипотечного кредитования:

1. Выдача ипотечных кредитов.
2. Обслуживание кредитов.
3. Финансирование.
4. Страхование кредитного риска.

В традиционной системе ипотечного кредитования первичный кредитор (сберегательный институт) осуществлял все перечисленные функции, долгосрочные (чаще 30-летние) ипотечные кредиты финансировались краткосрочными заимствованиями. Совокупный риск, который ложился на кредитора и включал кредитный риск заёмщиков, и процентный риск, и риск досрочного погашения, был, несомненно, велик. Рост процентных ставок в 1980-е годы стимулировал первичных кредиторов к обращению на вторичный рынок и тем самым способствовал процессу дезинтеграции ипотечных функций между различными институтами.

Расщепление ипотечного процесса позволило различным институтам сконцентрировать свою деятельность в сферах, где они обладали наибольшими сравнительными преимуществами. Финансово-кредитные институты получили возможность специализации на операциях по предоставлению кредитов, а участники фондового рынка – на инвестировании в ипотечную сферу. Страховые компании, такие как ФЖА и АДВ специализируются на предоставлении гарантий и страховании ипотечных кредитов. Специализация институтов ипотечного рынка привела к повышению эффективности системы ипотечного кредитования в целом. Это выразилось, прежде всего, в снижении процентных ставок по ипотечным кредитам по отношению к ставкам по государственным облигациям, а также в снижении транзакционных издержек, т.е. разницы между стоимостью привлечённых ресурсов и стоимостью ипотечных кредитов для конечных заёмщиков.

Ещё одним важным результатом специализации участников рынка ипотечного кредитования стало расширение ассортимента инструментов как первичного, так и вторичного ипотечного рынков. Разнообразие кредитных продуктов обусловлено различиями в потребностях заёмщиков, а наличие широкого спектра инструментов вторичного рынка – неоднородностью запросов инвесторов. Инновации и гибкая политика первичных кредиторов в сфере подбора адекватных ипотечных продуктов для каждой категории заёмщиков позволили повысить доступность ипотечных кредитов для населения. Появление новых способов привлечения инвестиций в ипотечный процесс посредством долговых инструментов «Фанни Мей» и «Фредди Мак», переводных бумаг и производных инструментов, позволило вывести ресурсное обеспечение ипотечной сферы за пределы сберегательного сектора на более широкий рынок капитала и тем самым значительно снизить значимость дилеммы ипотечного рынка. Финансовое

обеспечение ипотечного бизнеса утратило свой явный циклический характер и стало менее зависимым от состояния сберегательной сферы.

Вторичный ипотечный рынок США сложился под влиянием как объективных факторов, так и в результате целенаправленной государственной политики, проводимой в ипотечной сфере. К объективным факторам можно отнести следующие:

1. Традиционное преобладание сберегательных институтов на первичном рынке и наличие ограничений на максимальную ставку процента по депозитам, которое вызывало периодическую нехватку ресурсов в ипотечной сфере.

2. Финансирование сберегательными институтами долгосрочных ипотечных кредитов краткосрочными депозитами, что отрицательно сказывалось на финансовой устойчивости сберегательных институтов в период роста процентных ставок.

3. Наличие географических ограничений на деятельность сберегательных институтов, что вызывало неравномерность выдачи ипотечных кредитов между штатами и различие между ними по уровню процентных ставок по ипотечным кредитам. Сберегательные институты, имеющие лицензию на проведение кредитных операций в одном штате, не могли распространять свою деятельность в других штатах.

Дезинтеграция элементов ипотечного кредитования в рамках модели вторичного рынка, имеет один существенный недостаток. Он заключается в том, что успех одного участника ипотечной системы, выполняющего ограниченный набор функций, зависит от того, насколько добросовестно другие участники ипотечного рынка выполняют свои функции. Более того, интересы каждого конкретного участника цепочки часто расходятся с интересами других сторон. Отмеченный недостаток модели вторичного рынка, тем не менее, не сдерживает процесс дальнейшей специализации участников ипотечной системы. В качестве перспективных направлений развития ипотечной системы США специалисты называют следующие:

- выявление прибыльных и неприбыльных, с точки зрения кредиторов, категорий заёмщиков и предоставление разным категориям различных ипотечных продуктов. Наиболее прибыльным категориям заёмщиков кредиторы будут предоставлять уникальные ипотечные продукты, неприбыльным – стандартизованные инструменты. Такой подход позволит снизить издержки по предоставлению кредитов примерно для половины заёмщиков, при этом наибольший выигрыш получают семьи с низким доходом; дальнейшее перераспределение рисков от первичных кредиторов на рынок капитала;
- привлечение иностранных инвесторов и дальнейшая глобализация финансовых ресурсов, привлекаемых в ипотечную сферу США.

Анализируя развитие системы кредитования сложно переоценить ту роль, которую сыграло государство в развитии данной модели, ведь без его участия это было бы совершенно невозможно. Начиная с 30-х годов прошлого века ипотечное кредитование находило постоянную поддержку со стороны федерального правительства США. На самых высших уровнях власти и вообще в деловых и политических кругах страны существует твёрдое убеждение, что гражданин США только тогда становится полноценным и влиятельным членом

общества, когда у него есть собственный дом. Свой дом – это признак того, что у человека в США есть прочные корни, что он состоятельный гражданин, приверженный главным общественным ценностям, способный управлять своей судьбой, понимающий и разделяющий интересы страны. Наличие частной собственности – это показатель статуса человека, а также некоторого рода система поддержки государственной политики, поскольку гражданин, владеющий жилой недвижимостью скорее будет проявлять лояльность по отношению к существующей власти. Широко распространённое ипотечное кредитование, сопряжённое с государственным страхованием ипотечных кредитов, служит мощным фактором, обеспечивающим доступность жилья в США для людей со сравнительно небольшими доходами.

Кризис ипотечного кредитования в 2007–2009 гг.

Глобальный экономический кризис 2008–2009 гг. в большой степени был спровоцирован дефолтами на рынке ипотечного кредитования США в 2007–2008 гг. Дефолт по ипотечному кредиту (*mortgage default*) означает несвоевременное или неполное исполнение обязательств по кредитному договору. Наиболее распространённым случаем нарушения обязательств в США в 2007–2008 гг. стала неуплата регулярных платежей.

Эпицентром кризиса ликвидности послужила сфера ипотечного кредитования, а основной причиной – неспособность большого числа заёмщиков, взявших кредиты на покупку жилья, вовремя их погасить. Правительство США всячески поддерживало развитие системы ипотечного кредитования, что вызвало в итоге уверенность многих финансовых институтов в невысоких рисках активов, обеспеченных выплатами по ипотеке, даже тех, где не существовало гарантий со стороны государства. Дополнительный импульс развитие системы кредитования получило в связи с процессами секьюритизации, которые открыли поистине огромные возможности для финансового сектора в привлечении средств на рынок ипотечных кредитов. Стоит также упомянуть о новых программах кредитования, а также новейших системах оценки, которые всячески поощряли всё большее число граждан (в том числе с плохой кредитной историей и низкими доходами) брать кредиты на покупку жилья.

До 2008 г. в США наблюдался постоянный рост цен на недвижимость, высокая занятость населения, низкая стоимость заёмных средств и широкое распространение ипотечных кредитов для высокорискованных заёмщиков. Некредитоспособные заёмщики не могли брать стандартные ипотечные кредиты со значительным, 20–30%-ным первоначальным взносом, и получали нестандартные ипотечные кредиты – с плавающей ставкой, низким первоначальным взносом, неполным подтверждением доходов, в надежде на то, что будет возможность эти кредиты рефинансировать и снизить ставку кредитования, заняв в другом банке.

В 2006 г. произошло совпадение ряда негативных тенденций: цены на недвижимость перестали расти, стоимость денег выросла, занятость населения стала снижаться. Как следствие повышения стоимости заёмных средств –

плавающие ставки по ипотечным кредитам увеличились, заёмщикам стало невыгодно рефинансировать свои кредиты, и они перестали платить по ним. Более того, у таких кредитов был изначально очень низкий первоначальный взнос, а ипотечные банки считали, что рост цен на недвижимость компенсирует риск потерь при возможном наложении взыскания. Однако в условиях прекращения роста цен на жильё при дефолте заёмщика и реализации предмета залога размер потерь кредитора увеличился. В результате получилось, что 10–15% американского ипотечного рынка вдруг оказалось в ситуации, когда, во-первых, выросло число дефолтов по рискованным кредитам; во-вторых, при реализации заложенных домов увеличились потери ипотечных банков и, в-третьих, резко упал спрос на недвижимость. Далее выяснилось, что существовавшее в США регулирование до 2007 г. не предусматривало адекватного раскрытия информации по ипотечным ценным бумагам для инвесторов.

Действующая с 2007 г. система раскрытия информации в США подразумевает достаточно подробное описание и финансовый анализ ипотечного пула, т.е. информацию о том, как себя ведут кредиты, которые выданы заёмщикам под залог недвижимости. Однако практически отсутствует описание движения рисков от ипотечного пула к инструментам вторичного рынка. Инвестору сложно оценить конечные риски инструмента вторичного рынка в случае изменения поведения портфеля ипотечных кредитов. У инвесторов нет возможности проанализировать, насколько ухудшение ситуации с дефолтами на первичном рынке отразится на их позиции на вторичном рынке. Естественно, что в условиях кризиса они принимают решение вообще прекратить торговлю рискованными, по их мнению, инструментами вторичного рынка. Доверие, на котором фактически держался рынок, было утрачено инвесторами в условиях отсутствия необходимой информации. Как следствие, ухудшилась ситуация с ликвидностью на первичном рынке ипотечного кредитования. Двухуровневая модель предполагает постоянное, плановое и предсказуемое рефинансирование, основным источником ликвидности для кредиторов служит вторичный рынок. Если нет возможности продавать ипотечные ценные бумаги – нет возможности выдавать ипотечные кредиты. Ещё одно следствие – резкое ухудшение ликвидности краткосрочных инструментов вторичного рынка, обеспеченных ипотекой. Такие ценные бумаги необходимо постоянно рефинансировать, что в условиях кризиса ликвидности делать невозможно. Возникли трудности как с выпуском краткосрочных ипотечных ценных бумаг, так и с погашением существующих выпусков.

В 2007 г. более миллиона домохозяйств в США потеряли право на выкуп закладных. В надвигающемся кризисе пострадали первичные кредиторы, поскольку заёмщики отказывались выплачивать кредиты по закладным. Проблемы быстро перекинулись на другие сектора финансового рынка, спровоцировав, в частности, острую ситуацию с ликвидностью сначала в США, а затем и в мировой банковской системе. Эффект оказался столь значительным по причине того, что доля ипотечных ценных бумаг, обращающихся на американском фондовом рынке, очень велика.

Развитие кризиса привело к снижению операций на рынке недвижимости, на рынке долгосрочных кредитов, а также привело к увеличению общих ставок

кредитования в США. Возможности привлекать ликвидные денежные ресурсы в стране резко упали, что привело к существенным займам на внешних рынках. Кризис также вызвал замедление экономического роста в связи сокращением потребительских расходов и инвестиционных вливаний в экономику.

Причины кризиса совершенно разнообразны. Среди них можно обозначить неспособность заёмщиков погашать кредитные выплаты, плохую систему оценки платёжеспособности заёмщиков, неадекватную систему предоставления кредитного рейтинга и ряд других.

Рост цен на жилую недвижимость в США происходил почти непрерывно с 1950 г., что стало основанием уверенности в объективном характере этого роста и его продолжения в будущем. Помимо расширения спроса на новые дома в качестве жилища, в США всё более популярными становились вложения в недвижимость как объект инвестиций, создавался повышенный спрос на новые дома, подогревался рост строительной индустрии и связанного с ней банковского ипотечного кредитования. В период 2000–2007 гг. рост цен на дома происходил чрезмерно высокими темпами и выступал существенным фактором накопления потенциала ипотечного кризиса. За это время индекс цен на жильё вырос почти в 1,5 раза, обозначив резкий скачок тренда.

Специалисты отмечают, что развитие в последние годы обусловленных ипотечных продуктов (*conventional loan products*) с более простой и ускоренной процедурой оформления привлекла к таким кредитам многих заёмщиков, которые ранее пытались получить кредит, обеспеченный гарантией ФЖА. Среди новейших обусловленных ипотечных продуктов имелись и такие, которые были рассчитаны на заёмщиков, стремящихся минимизировать размеры своих начальных или последующих выплат либо не имеющих возможности или не желающих документально подтвердить источники своего дохода.

Важно также отметить, что кредиты, гарантированные правительством, были существенно меньше по величине, нежели обычные кредиты, по причине низких лимитов гарантий и страхования, предусмотренных государственными программами, и ориентации этих программ на категории заёмщиков с невысоким или низким уровнем доходов. Примечательно также разделение заёмщиков по величине дохода. Неудивительно, что для получателей кредитов, гарантированных государством, характерен существенно меньший уровень дохода, чем для получателей кредитов с обычными условиями.

Одним из мощных факторов расширения рискованного ипотечного кредитования стало бурное развитие в последнее десятилетие процессов секьюритизации банковских активов в сфере ипотеки. Феномен роста масштабов и значения кредитных деривативов расценивался в аналитической финансовой литературе и в практике деятельности финансовых институтов как позитивное явление, позволяющее кредитным учреждениям хеджировать риски ипотечных кредитов, а инвесторам – предоставляющее перспективный инструмент для выгодного вложения денежных средств.

Система страхования ипотечных кредитов, а также система их секьюритизации в большой степени способствовала тому, что раздутость ипотечного кредитования приобрела угрожающие размеры. Общий объем рынка ипотечных закладных оценивался в 2007 г. в размере около 1 трлн. долларов. В эпицентре

кризиса оказались кредитные деривативы – облигации, выпущенные под обеспечение ипотечными кредитами. При этом, например, объём обращающихся на рынке ценных бумаг только одного из видов кредитных деривативов – облигаций, обеспеченных кредитными обязательствами (*Collateralized Debt Obligations, CDO*) достиг в 2007 г. величины более 1 трлн. долларов.

Что касается рейтинговых агентств, то поскольку существующая система раскрытия информации в США предоставляла достаточно скудные данные о вторичных продуктах финансового рынка, обеспеченных ипотекой, инвесторы в своей стратегии опирались на оценку пулов кредитов рейтинговыми агентствами. Рейтинговые же агентства, присуждающие финансовым продуктам ту или иную степени надёжности, базировались в своих оценках на первоначально заложенную высокую надёжность ипотечных ценных бумаг. Несмотря на то что они не были гарантированы со стороны государства, бумаги обладали высочайшей степенью надёжности. Критики данной системы утверждают, что кредитные агентства во многих случаях были подкуплены со стороны эмитентов ценных бумаг для более быстрой продажи финансовых инструментов инвестиционным банкам.

Принципиальную важность для оценки значения ипотечного кризиса и его последствий имеет анализ влияния этого кризиса на условия и движущие силы роста экономики США. Обстоятельный анализ этого вопроса позволяет сформулировать ряд далеко идущих выводов. В первую очередь, бросается в глаза совпадение назревания и развития ипотечного кризиса с формированием понижательной тенденции в инвестиционном процессе и в динамике роста ВВП.

В последнее время активные шаги для восстановления доверия и ликвидности на финансовом рынке предпринимают различные органы государственного регулирования. Федеральная резервная система (ФРС) в 2009 г. понизила учётную ставку для первоочередных заёмщиков до 0,25%, создавая благоприятные условия для различных видов инвестиций, включая ипотеку. Администрация США предпринимает все меры по оздоровлению американской экономики и ипотечного рынка в частности. Реформировать рынок ипотечного кредитования власти собираются прежде всего путём ужесточения стандартов работы его участников. Подготовкой обнародованных рекомендаций занималась рабочая группа при президенте США, в которую входили руководители совета управляющих ФРС, Федерального резервного банка Нью-Йорка, Комиссии по ценным бумагам и биржам США и Комиссии по срочной биржевой торговле. Новые правила затронут весь рынок ипотечного кредитования США – от ипотечных брокеров до инвестиционных банков, гарантирующих кредиты, от рейтинговых агентств до самих регуляторов.

Новшества прежде всего касаются усиления надзора за ипотечными кредиторами и брокерами. Предлагается на федеральном уровне внедрить высокоэффективные стандарты лицензирования ипотечных брокеров, что, вероятно, потребует принятия нового закона. Рейтинговым агентствам будет предложено использовать отдельную шкалу рейтингов для структурированных инструментов в отличие от обычных облигаций. Им придётся раскрывать информацию о возможных конфликтах интересов (агентства зачастую помогали банкам структурировать и оценивать финансовые инструменты), а также более

строго оценивать компании, выдающие ссуды, которые затем модифицируются в инвестиционные инструменты.

Рассматривались различные варианты реформирования деятельности крупнейших ипотечных агентств США «Фанни Мей» и «Фредди Мак». ФРС выкупила у этих компаний долговые и ценные бумаги на сумму более 1,4 трлн. долл., а администрация обязалась инвестировать в них до 400 млрд. долл. В сфере жилищного рынка разработана программа рефинансирования домовладельцев, имеющих хорошую платёжную историю по ипотеке, закладные которой принадлежат «Фанни Мей» и «Фредди Мак». Это программа оказалась доступна почти 5 млн. домовладельцам (*The Home Affordable Refinance Program*). В соответствии с программой, объявленной администрацией Обамы (*The Home Affordable Modification Program*), государство должно истратить 75 млрд. долл. на стимулирование ипотечных компаний, которые обязались снизить платежи для попавших в беду домовладельцев. По данным Министерства финансов, программа должна спасти до 4 млн. домовладельцев от потери домов. Администрация Обамы приложила большие усилия, чтобы Конгресс принял закон «О помощи семьям в сохранении их домов» (*Helping Families Save Their Homes Act*), вошедший в силу 20 мая 2009 г. Среди прочих мер закон продлил временное увеличение страхового покрытия по вкладам до конца 2014 года.

Администрация США обратилась к Базельскому комитету по банковскому надзору с просьбой разработать поправки к требованиям по капиталу, которые бы заставляли банки, работающие со значительными рисками, увеличивать свой капитал для того, чтобы обеспечить безопасности в случае снижения уровня ликвидности в финансовой системе.

Фундаментальная причина кризиса состояла в том, что финансовая система США стремилась трансформировать денежные ресурсы в инвестиции в максимальной мере. Однако такая система, в которой деньги в максимальной степени вовлечены в инвестиционный процесс, имеет свою оборотную сторону. Она требует высокой степени организованности и согласованности действия всех секторов экономики. Она требует высокочассного экономического и финансового регулирования. Если в каком-то из секторов происходит сбой, и возникают материальные и финансовые потери, дополнительные деньги для покрытия возникших убытков и потерь взять неоткуда – все деньги связаны. В результате возникает нехватка ликвидности.

Сложность проблемы состоит в том, что подобные кризисы ликвидности в рыночной экономике исключить невозможно – это означало бы заморозить сложившуюся в благоприятный момент экономическую динамику, т.е. остановить её развитие. Поскольку циклическое развитие как принцип отменить невозможно, остаётся разрабатывать и применять в необходимых случаях системы финансовых и экономических мероприятий, направленных на смягчение проблем ликвидности и преодоление возникающих кризисов.

Возможно, решение лежит в дальнейшем развитии финансовой глобализации, в совершенствовании процессов перетекания финансовых ресурсов из стран с относительным избытком капитала в страны с относительным дефицитом капитала, т.е., в сфере международного движения капитала.

Список литературы

1. Economic Report of the President 2015. Washington, GPO, 2015.
2. Garrida C., Kydland F.E., Sustek R. Mortgage and Monetary Policy. 25p. NBER Working Papers № 19744, December 2013.
3. White E., Snowden K. Housing and Mortgage Markets in Historical Perspective. 397 p. University of Chicago Press. 2014.

Real Estate Mortgage in the United States

(USA ❖ Canada Journal, 2015, no. 8, p. 20-36.)

Received 6.04.2015.

DAVYDOV Andrei Iur'evich, Institute of USA and Canada Studies, Russian Academy of Sciences (ISKRAN), 2/3 Klebny per., Moscow, 123995, Russian Federation (stulovo2@mail.ru)

*The article covers key approaches to the problems of real estate mortgage in the United States. The author analyses current activities of US real estate mortgage institutions. Some suggestions to develop Russian mortgage market are being discussed. **Keywords:** real estate mortgage, mortgage loan, mortgage-based securities, security feed, Federal National Mortgage Association, Federal Home Loan Mortgage Corporation.*

About the author:

DAVYDOV Andrei Iur'evich, Cand. Sci. (Econom.), Leading Researcher.