

---

# ИПОТЕЧНЫЙ КРИЗИС В США: УРОКИ ДЛЯ БЕЛАРУСИ

*Н.А. Дубенецкий, Э.В. Коломыс*

**Ключевые слова:** ипотека, заемщик, залог жилья, неплатежи, ипотечный банк, ипотечная компания, система ипотечного кредитования, внебиржевой дериватив, банковский продукт, денежные ресурсы.

В связи с актуализацией ипотечной проблематики, изучение причин и последствий ипотечного кризиса в США, уроков и выводов из него представляет значительный интерес для участников и разработчиков системы ипотечного кредитования в Республике Беларусь.

Ипотека – это кредит на покупку жилья под его же залог. За счет этого залога банк страхует себя от риска неуплаты долга заемщиком. Залог жилья оформляется в виде особого рода ценной бумаги – закладной, которую имеет право выкупить заемщик, если не нарушает графика платежей по ссудному проценту и основному долгу. Общая стоимость закладной для заемщика складывается из рыночной стоимости приобретаемого жилья на момент заключения кредитного договора и ссудного процента на срок действия ипотеки. В случае систематических неплатежей по закладной, заемщик лишается права ее выкупа, а заложенное жилье реализуется банком в свою пользу.

Ипотечная система США имеет два уровня. Первый уровень представлен специализированными ипотечными банками. Второй – ипотечными компаниями. Ипотечные банки непосредственно заключают договоры ипотечного кредитования и финансируют заемщиков за счет кредитных ресурсов. Ипотечные компании, в свою очередь, финансируют ипотечные банки, покупая их акции, облигации и другие ценные бумаги.

Денежные средства инвестиционных компаний образуются за счет продажи акций, эмитированных инвестиционными компаниями. Акции инвестиционных компаний предназначены, главным образом, для физических лиц. Поэтому конечными инвесторами ипотечных кредитов являются американцы, сберегающие

свои доходы в форме ценных бумаг, эмитированных инвестиционными компаниями. Прибыль инвестиционной компании формируется за счет дилинговых сделок с крупными пакетами ценных бумаг на фондовом рынке, а также за счет доходов, выплачиваемых эмитентами ценных бумаг

С середины 1990-х гг. в США стал формироваться сектор *subprime*, то есть субстандартных, или низкокачественных, кредитов, которые выдавались заемщикам с низкой платежеспособностью [6].

Для финансирования этого сектора инвестиционные банки и компании стали страховать риски невыплаты доходов по этим кредитам в страховых компаниях (хедж-фондах). Появился новый финансовый инструмент, внебиржевой дериватив – CDS (*credit default swap*). Этот вид производных ценных бумаг эмитировали страховые компании, а приобретали инвестиционные компании и банки.

После страхования рыночная стоимость биржевых деривативов, в основе которых находились пакеты низкокачественных кредитов, значительно возросла, что позволяло инвесторам привлечь дополнительные ресурсы для ипотечного кредитования сектора *subprime*. Спрэд между доходностью по низко рискованным 10-летним государственным облигациям и более рискованным 30-летним ипотечным ценным бумагам сократился до 1,5–1,7 процентного пункта. Это означает, что риски ипотечных бумаг стали недооцениваться страховщиками.

Банки часто выдавали кредиты, суммой, превышающей рыночную стоимость недвижимости, которую планировал приобрести заемщик. Кредит достигал 120–130% от

стоимости недвижимости. Предполагалось, что оставшиеся деньги заемщики потратят на благоустройство жилья. Такой вид кредитования является очень рискованным, ибо при наступлении дефолта сумма, полученная от продажи недвижимости, не покроет расходы кредитора по ипотечному кредиту. В ряде банковских продуктов первоначальный взнос при покупке дома был вообще обнулен. Еще одной особенностью *subprime*-ипотек было то, что их выдавали под низкий фиксированный процент на первые два года, а потом ставка изменялась в зависимости от ситуации на рынке.

Таким образом, в первые три года для заемщиков ипотечного кредита издержки эксплуатации приобретенного жилья были минимальны, гораздо ниже суммы арендной платы при найме жилья.

Большинство американских ипотечных кредитов были выданы с так называемыми «плавающими» процентными ставками, привязанными к индексу LIBOR. Это усредненная процентная ставка, по которой банки занимают денежные ресурсы у других банков на Лондонском рынке межбанковских кредитов. Иными словами, LIBOR – это средняя годовая процентная ставка, по которой банки предоставляют ссуды друг другу на короткий срок.

Данная ставка зависит от целого ряда факторов, в том числе имеет высокую положительную корреляцию с учетной ставкой ФРС. Изменение учетной ставки ФРС с минимальным временным лагом вызывает соответствующее изменение ставки LIBOR. По годам она меняется довольно существенно, например, в 1989 г. она составляла 9%, а к 1992 г. снизилась до 3,3%.

С конца 2000 г. преобладала ниспадающая тенденция этой ставки. После обвала на рынке *Nasdaq* и терактов 11 сентября 2001 г. американская экономика вошла в период рецессии. В целях стимулирования экономики администрация ФРС снизила учетную ставку процента, что повлекло и снижение ставки LIBOR [7].

Находившийся тогда на посту главы ФРС Алан Гринспен снизил учетную ставку ФРС за период с 2001 по 2003 гг. с 6,0 до 1 %. Таким образом, в период 2001–2003 гг. сформировался тренд снижения ставки LIBOR, который стимулировал рост оптимистических настроений среди заемщиков ипотечного кредита вплоть до 2006 г. Заемщики охотно брали кредиты с плавающей ставкой, полагая, что она останется невысокой и в будущем.

Одновременно со снижением учетной ставки ФРС правительство увеличило госу-

дарственные расходы (при снижении налогов), что обусловило:

- стремительный рост дефицита бюджета (до этого в течение нескольких лет сводимого с профицитом) почти в 2,6 раза, с 158 млрд. долл. в 2001 г. до 412 млрд. долл. в 2004 г.;

- рост дефицита платежного баланса почти в два раза, с 415 млрд. долл. в 2000 г. до 850 млрд. долл. в 2006 г.;

- рост внешнего долга почти в 2,3 раза – с 3,865 трлн. долл. до 9 трлн. долл. осенью 2007.

Монетарная политика «дешевых денег» в сочетании со стимулирующей фискальной политикой обусловили активную динамику фондового рынка, где рост индексов с 2003 г. по 2007 г. составил свыше 60%, и рынка недвижимости, цены на котором в 2002–2004 гг. росли на несколько десятков процентов в год. Значительная часть операций по покупке домов превысила реальный спрос и осуществлялась в спекулятивных целях [3].

Однако стремительный рост денежной массы в США привел к девальвации американской валюты. С 2002 по 2004 гг. доллар обесценился по отношению к евро почти в 1,3 раза. В 2002 г. за 1 евро давали 0,87 долл., в 2004 г. – 1,13. Для европейских инвесторов американский рынок стал грозить миллиардными убытками (в евро).

Опасаясь галопирующей инфляции и оттока иностранного капитала, руководство ФРС приняло стратегию поддержания стабильного валютного курса доллара. Эффективной мерой стабилизации валютного курса является повышение ставки рефинансирования (учетной ставки). И директор ФРС Алан Гринспен постепенно стал повышать эту ставку: с 1% на середину 2004 г., до 5,25% к лету 2006 г. [3]. Таким образом, учетная ставка за 2 года повысилась в 5 раз.

Соответственно ставка LIBOR также начала расти, превысив к середине 2005 г. доходность десятилетних казначейских облигаций и достигнув к концу 2006 г. 4,29% в годовом исчислении [6]. Хотя процентная ставка LIBOR стала повышаться с середины 2004 г., спрос на ипотечные кредиты стал снижаться только в 2006 г. – так велика инерция оптимистических ожиданий.

В 2001–2004 гг. во многих частях страны наблюдался стремительный рост цен на недвижимость, вызванный низкими процентными ставками по кредитам, «мягким» подходом кредиторов к оценке платежеспособности заемщиков и оптимистическими ожиданиями спекулянтов недвижимостью. В этот период

в 2 раза выросли объемы строительства домов по сравнению с 1991–1995 гг. Под залог дорогостоящего жилья американцы в 2005 г. взяли кредитов на 750 млрд. долл., потратив 2/3 из них на личное потребление, ремонт и выплату долгов по кредитным картам [5].

Спекулянты на рынке недвижимости приобретали жилье за счет ипотечных кредитов и через 2–3 года перепродавали его по более высоким ценам. Новый покупатель при покупке заложенного дома принимал на себя обязательства и по ипотечным выплатам инвестиционному банку.

Кроме того, дом зачастую становился кормильцем семьи. Каждые два года у среднестатистического американца на кредитной карточке накапливалась задолженность в несколько тысяч долларов. Тогда на выручку приходил дом, который за эти два года вырос в цене. Его владелец перезакладывал свой дом, получая потребительский кредит в размере возросшей стоимости дома. Таким образом, рост цен на недвижимость финансировал рост потребления американцев. Кредитно-ипотечные организации, также извлекавшие из подобных сделок немалую выгоду, стремились расширить число потенциальных заемщиков.

Требования к кредитному рейтингу постепенно смягчались и, в конце концов, на него, а также на уровень подтвержденного дохода перестали обращать внимание. Банки выдавали ипотечные кредиты, не обеспечив их ни ликвидным залогом, ни подтверждением финансового состояния клиента. И это происходило уже не под давлением правительства, а вследствие ажиотажного спроса на рынке недвижимости. Доступная ипотека подстегивала рост цен на жилье в дешевом секторе, рост цен на жилье стимулировал спекулятивную ипотеку.

Администрация президента Джорджа Буша также внесла свой вклад в повышение спроса на недвижимость, рекомендовав Fannie Mae и Freddie Mac выкупать ценные бумаги, обеспеченные subprime ипотеками.

В итоге финансово-кредитная система США сформировала огромную сумму проблемных кредитов, которые были «спрятаны» за производными ценными бумагами, надежность которых косвенно рекламировали солидные рейтинговые агентства посредством высоких биржевых рейтингов. Если в конце прошлого века сектор subprime занимал около 12% от всего рынка ипотеки, то к началу 2007 г. достиг 23% [6].

Рост учетной ставки процента ФРС в 2004 г. обусловил рост ставки LIBOR. На наш взгляд, это и послужило непосредственной причиной ипотечного кризиса. Поскольку большинство ипотечных кредитов было «привязано» к ставке LIBOR, постольку ежемесячные выплаты процентов по ним увеличились в 3–4 раза. Миллионы нестандартных, недобросовестных и спекулятивных заемщиков посчитали наиболее выгодным для себя расторжение кредитных договоров с ипотечными банками, выставили заложенное жилье на продажу или передали его в собственность банкам.

Вследствие резкого увеличения рыночного предложения заложенного жилья, цены на него значительно упали. Доверие к ценным бумагам ипотечных банков и компаний, соответственно, снизилось, что проявилось в падении их курсовой стоимости. Рыночная капитализация инвесторов на ипотечном рынке также резко пошла вниз. Платежеспособность всей ипотечной системы оказалась под угрозой. Но не только. Поскольку рынок ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, был существенной частью финансовой системы США (60% от ВВП), то ситуация на рынке недвижимости спровоцировала общий кризис американской экономики.

В связи с тем, что ипотечные биржевые деривативы активно скупались зарубежными инвесторами, финансовый кризис принял глобальный характер, и в конечном итоге привел к рецессии мирового ВВП в 2009 г.

Свой вклад в широкое распространение кризиса внесли и ведущие рейтинговые агентства, которые недооценили кредитные риски ипотечных биржевых деривативов и присвоили им завышенные рейтинги.

Американское правительство только во второй половине 2008 г. осознало разрушительные последствия ипотечного кризиса, когда на американском фондовом рынке сформировался очевидный «медвежий тренд», – биржевые индексы ведущих американских корпораций» начали ежедневно снижаться. Множество компаний разорились или понесли серьезные потери, что привело к резкому сокращению объема кредитования реального сектора экономики.

В 2009 г. учетная ставка процента ФРС стабилизировалась на неслыханно низком уровне – 0,5% годовых, а ставка рефинансирования ЕЦБ закрепились в диапазоне 1–2% годовых. Параметры этих ставок были неизменными и в первой половине 2010 г. Однако меры американского правительства лишь



смягчили остроту ипотечного кризиса, но не искоренили его причин и не преодолели его негативных последствий.

Продажи новых домов в среднемесечном исчислении снизились с 1 млн в 2006 г. до 300 тыс. в месяц в первой половине 2010 г. Падение продаж новых домов продолжалось с начала 2006 г. до сентября 2009 г. В IV квартале помесечная продажа домов стабилизируется. С января по июнь 2010 наметилась повышательная тенденция на рынке жилья. В июне объем продаж новых домов достиг уровня 315 тыс. Однако в июле объем продаж новых домов резко сократился до 276 тыс., что в годовом выражении означает относительное сокращение продаж на 32,4% [2, с. 20].

Лауреат Нобелевской премии по экономике Пол Кругман считает, что такое развитие событий на рынке недвижимости связано с прекращением ранее принятой ФРС программы выкупа обеспеченных залладными ценных бумаг. В результате прекратилось рефинансирование ипотечных банков и их ресурсная база для ипотечного кредитования неизбежно снизилась. Пол Кругман предупреждает о возможности рецессии в США во второй половине 2010 г., если правительство не продолжит рефинансирование ипотеки [1, с. 18].

Анализ развития ипотечного кризиса в США позволяет сделать следующие выводы.

Двухуровневая система ипотечного кредитования США – принципиально нестабильна. Нестабильность порождается двумя факторами. Во-первых, существованием узкоспециализированных ипотечных банков, во-вторых, привлечением кредитных ресурсов, главным образом, за счет роста акционерного капитала инвестиционных компаний.

Узкая специализация банков только на ипотечном кредитовании объективно обуславливает неликвидность их кредитных портфелей, которые представлены долгосрочными ипотечными займами. Иными словами, долгосрочные банковские активы всегда хуже краткосрочных, поэтому платежеспособность специализированных ипотечных банков принципиально ниже, чем универсальных коммерческих.

Ипотечные компании, будучи небанковскими финансовыми посредниками, финансируют ипотечные банки, скупая их долговые обязательства или участвуя в их акционерном капитале, привлекают денежные средства за счет расширения своего акционерного капитала на первичном фондовом рынке (IPO). Подписка на акции ипотечных компаний

осуществляется миллионами американцев, промышленными и финансовыми компаниями. Поэтому ипотечные компании объективно подвержены спекулятивным атакам биржевых трейдеров, которые могут повысить или снизить привлекательность их акций для финансовых инвесторов. Следовательно, величина активов ипотечных компаний принципиально нестабильна, что создает угрозу в отношении необходимого уровня финансирования государственных ипотечных программ.

Эмиссия производных ценных бумаг, залоговым обеспечением которых являются залладные некредитоспособных заемщиков, должна рассматриваться как финансовая махинация, близкая мошенничеству.

Возможность продавать залложенное жилье создает целый класс заемщиков-спекулянтов, которые и не предполагают выкупать свои залладные. Присутствие спекулянтов на рынке ипотечного кредитования обуславливает его нестабильность, провоцирует резкие колебания цен на недвижимость.

Административное давление правительства на ипотечные банки в популистских целях способно самым негативным образом ухудшить структуру их активов и подорвать платежеспособность.

Плавающая ставка процента по ипотечным кредитам увеличивает бремя выплат ссудного процента при ее повышении для заемщиков с низким уровнем доходов.

На наш взгляд, вероятность дестабилизации рынка ипотечных кредитов в той или иной стране можно качественно оценить по степени его соответствия аналогичному американскому рынку. Чем больше это соответствие, тем нестабильнее ипотечный рынок данной страны.

В этой связи представляет интерес оценка стабильности ипотечного рынка в союзной нам России.

Ипотечные кредиты в России предоставляют более 520 кредитных организаций, а объем выданных ипотечных кредитов только за 2006 г. превзошел объем 2005 г. в 6,2 раза и составил 264 млрд. р. Такая чрезмерная динамика ипотечного кредитования не имеет однозначной оценки. С одной стороны, она свидетельствует о росте доходов заемщиков, с другой, – о смягчении условий выдачи ипотечных кредитов.

Действительно, в 2005–2006 гг. ряд банков в России в результате конкурентной борьбы вывели на рынок продукты с высоким LTV (соотношение размера кредита и стоимости

заложенного жилья): 90–100%, т.е. продукты, предполагающие практически полное отсутствие первоначального взноса со стороны заемщика. Многие банки в погоне за клиентами пошли на упрощение условий кредитования для заемщика с неподтвержденными доходами.

Ипотечным кредитованием в России большей частью занимаются универсальные коммерческие банки, поскольку специализированных ипотечных банков и аналогов ипотечных компаний в стране мало. Соответственно, источниками финансирования кредитов являются в основном средства банковских депозитов, а не средства от рефинансирования кредитов.

Доля задолженности по ипотечным кредитам в отношении ВВП в 2006 г. составила около 1%, в 3 раза увеличившись по сравнению с 2005 г. В США этот показатель составляет около 60%, а в ЕС – более 20%. В конце 2006 г. были осуществлены первые сделки по рефинансированию ипотечных кредитов путем выпуска производных ипотечных ценных бумаг. В 2007 г. было зарегистрировано 7 выпусков производных ипотечных ценных бумаг на общую сумму в 27,6 млрд. р. В первом полугодии 2007 г. ипотечные кредиты выдавались в среднем под 13% в рублях или под 11,2% в иностранной валюте на средний срок 16,3 и 15,5 года соответственно. Это гораздо более жесткие условия кредитования, чем в США. Процент по ипотеке (в большинстве случаев) фиксированный [5].

Для российского рынка ипотечного кредитования «плавающая» процентная ставка – пока редкость. Но предложения с «плавающей» процентной ставкой уже появились. Кредиты с «плавающей» ставкой интересны в настоящий момент достаточно состоятельным заемщикам, которые имеют другие активы для быстрого погашения кредита или возможность рефинансирования. Они берут кредит на небольшой срок и успевают погасить его на снижающемся тренде процентной ставки LIBOR.

Ипотечные кредиты без первоначального взноса в России не так распространены. В основном банки выдают не более 90% от стоимости объекта. Программы без первоначального взноса и без подтверждения дохода есть, но для очень ограниченного круга заемщиков. В этой связи необходимо также отметить, что в Федеральном законе «Об ипотечных ценных бумагах» предусмотрено законодательное требование об уровне LTV не менее 70% для включения ипотечного кредита в состав

ипотечного покрытия облигаций, что направлено на предотвращение проблем инвесторов, приобретающих ипотечные ценные бумаги, обеспеченные нестандартными кредитами.

Объем выданных ипотечных кредитов к уровню ВВП весьма невелик и не может дестабилизировать фондовый рынок. Более 70 процентов опрошенных российских граждан ипотечный кредит никогда не брали и брать не планируют. К тому же российские требования к оценке платежеспособности заемщиков и предмету залога значительно более жесткие, чем в США.

Глава Минэкономразвития в 2008 г. РФ Герман Греф выразил мнение, что «ипотека только развивается, а уже в ближайшие 8–10 лет она станет главным инструментом решения жилищных проблем. В настоящее время с помощью ипотечных кредитов в России приобретается менее 10% жилья». При этом он подчеркнул, что государство продолжит субсидирование ипотечных кредитов для молодых семей и ряда других категорий граждан [7]. Такое мнение высокопоставленного чиновника, на наш взгляд, свидетельствует о непонимании им потенциальной опасности нестандартных ипотечных кредитов.

Итак, незначительные объемы российских ипотечных кредитов не представляют угрозы для финансовой нестабильности российской экономики. Однако тенденции развития российской ипотеки в XXI соответствовали американской модели. Поэтому руководству России после выхода российской экономики из рецессии предстоит оценить целесообразность заимствования американского опыта в сфере ипотечного кредитования.

Что касается Республики Беларусь, то ситуация, сложившаяся здесь на рынке жилищного кредитования, абсолютно не похожа на ту, которая наблюдалась в США.

В нашей стране, в отличие от США и даже России, рефинансирование кредитов, выданных на строительство жилья, не осуществляется. Залог жилья по кредитам на жилищное строительство пока носит чисто формальный характер, хотя требования белорусских банков к оценке платежеспособности заемщиков и предмету залога значительно более жесткие, чем в США. Жилищные кредиты выдаются, главным образом, под гарантии поручителей.

Жилищные кредиты без первоначального взноса в Республике Беларусь не распространены. В основном банки выдают кредит на сумму не более 80–90% от стоимости жилья. Программы без первоначального взноса и без

подтверждения дохода есть, однако они в основном реализуются на рынке потребительского кредитования. Для белорусского рынка кредитования строительства жилья характерна фиксированная процентная ставка [4].

Одним из важных уроков ипотечного кризиса в США является следующий: ипотека не может быть средством решения жилищной проблемы для малоимущих. Она предназначена для быстрого удовлетворения потребности в жилье лиц среднего класса. Попробуем выделить уровень дохода такой категории лиц в Республике Беларусь.

При рыночной стоимости качественного жилья в 2000 долл. за 1 кв. м квартира в 100 кв. м будет стоить 200 000 долл. При нулевом первоначальном взносе, фиксированной годовой ставке в 10%, сроке погашения 20 лет и равномерной по годам выплате основного долга общая сумма долга заемщика перед

банком составит 410 000 долл. США. Таким образом, в среднем за год заемщик должен выплачивать банку 20 500 долл., а в месяц – около 1800 долл. Если исходить из норматива, что плата за жилье не должна превышать 25% дохода заемщика, то его среднемесячный доход должен составить – 7200 долл. в месяц.

В связи с достижением в 2010 г. уровня среднемесячной заработной платы в 470 долл. США, совершенно очевидно, что ипотека абсолютно не актуальна для трудящихся по договорам найма людей. Считать ее главным фактором решения жилищной проблемы в нашей республике – это значит наступить на грабли subprime-кредитов, что недопустимо. Следовательно, государственное субсидирование (во всех возможных формах) строительства жилья необходимо рассматривать как единственно реальный способ решения жилищной проблемы в Республике Беларусь.

### ЛИТЕРАТУРА

1. Исландия не хочет платить // Белорусы и рынок. – 2010. – 11 января. – № 2. – С. 18.
2. Проблемы ипотеки возвращаются // Белорусы и рынок. – 2010. – 30 августа. – № 32. – С. 20.
3. Материалы сайта [www.finam.ru](http://www.finam.ru).
4. Материалы сайта [www.m2.by](http://www.m2.by).
5. Материалы сайта [mailbox@urbaneconomics.ru](mailto:mailbox@urbaneconomics.ru).
6. Материалы сайта [www.investgid.ru](http://www.investgid.ru).
7. Материалы сайта [www.eip.ru](http://www.eip.ru).

### РЕЗЮМЕ

Рассмотрены причины и последствия ипотечного кризиса в США, на основании чего сделаны выводы, которые представляют значительный интерес для участников и разработчиков системы ипотечного кредитования в Республике Беларусь. Обоснована невозможность считать ипотеку главным фактором решения жилищной проблемы в Беларуси.

### SUMMARY

The reasons and consequences of mortgage crisis in the USA are considered. There are some conclusions drawn on this basis, which represent a great interest for participants, and developers of system of mortgage lending in Belarus. The impossibility to consider a mortgage as a primary factor for solving of the housing problem in Belarus is proved.

Статья поступила в редакцию 17 марта 2011 г.